

Санкт-Петербургский государственный университет  
направление «Юриспруденция»

**Правовые проблемы противодействия манипулированию  
рынком и неправомерному использованию  
инсайдерской информации при совершении сделок с ценными  
бумагами**

Выпускная квалификационная работа  
студента 2 курса магистратуры  
очной формы обучения  
Бутримова Владислава Сергеевича

Научный руководитель:  
доцент, кандидат юридических наук  
Бушев Андрей Юрьевич

Санкт-Петербург  
2017 год

## Содержание:

Введение	
Основная часть.....	3-6
Глава 1: Теоретические аспекты манипулирования рынком и торговли инсайдерской информацией.....	7-25
§1. Манипулирование рынком ценных бумаг. Определение и способы.....	7-15
§2: Понятие инсайдерской информации. Определение, способы и классификация.....	15-20
§2.1. Субъекты использования инсайдерской информации и их обязанности.....	20-25
Глава 2: Проблемы противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.....	26-44
§1. Теория методологии противодействия рыночному злоупотреблению.....	26-29
§2. Российское регулирование противодействия рыночному злоупотреблению.....	30-33
§3. Иностранное регулирование противодействия рыночному злоупотреблению.....	33-36
§ 4. Практика противодействия рыночному злоупотреблению.....	36-40
§ 5. Тенденции развития мер, направленных на противодействие рыночному злоупотреблению.....	40-44
Глава 3: Гражданско-правовые последствия для сделок, заключенных с целью манипулирования рынком ценных бумаг и торговли инсайдерской информацией.....	45-56
§ 1. Проблема доказывания рыночного злоупотребления в гражданском процессе и размера причиненных убытков.....	45-48
§ 2. Правовая природа убытков, причиненных рыночным злоупотреблением.....	48-56
Глава 4: Способы улучшения законодательства в рамках борьбы с использованием инсайдерской информации.....	57-63
Заключение.....	64-66
Список использованной литературы.....	67-75

## **Введение**

Рынок ценных бумаг является неотъемлемым институтом во всех развитых государствах и занимает особую нишу как в национальной, так и в мировой экономике. История рынка ценных бумаг насчитывает более 400 лет, и буквально с момента его появления участники рынка и государство столкнулись с проблемами применения мошеннических схем с целью извлечения наибольшей прибыли на финансовых рынках.

Экономическая безопасность государства зависит от многих факторов. Одним из таких является устойчивость финансовой и банковской системы и развитие фондового и других рынков.

Одними из самых серьезных угроз стабильного функционирования, как для организованных торговых площадок, так и для внебиржевых торговых площадок являются способы рыночного злоупотребления, такие как:

1. манипулирование рынком ценных бумаг с помощью спекулятивных схем обмана, направленных на искусственное воздействие на курсовую стоимость ценных бумаг с целью извлечения наибольшего дохода от операций с ними. При манипулировании рынком, влияние на курсовую стоимость ценных бумаг достигается путем активного введения участников рынка в заблуждение относительно цены, состояния и тенденций в отношении того или иного предмета торговли. Целью манипулятора является повысить или ослабить интерес инвесторов к тому или иному активу. Манипулирование рынком осуществляется не только информационными способами, но и путем совершения операций с активами (ценными бумагами, товарами и иными финансовыми инструментами).

2. использование инсайдерской информации участниками рынка ценных бумаг, полученной вследствие участия или наличия должности в соответствующих хозяйственных обществах, государственных органах или какой-либо иной связи с ними, например, предоставление услуг в качестве профессионального участника ценных бумаг (реестродержатель, брокер, аудитор и пр.). При использовании инсайдерской информации, влияние оказывается за

счет необоснованного сокрытия от других инвесторов используемых сведений, т.е. происходит своего рода «пассивная» манипуляция, тем самым приобретается преимущество при совершении сделок с активами на биржевом и внебиржевом рынках.

Несмотря на отличие в приемах воздействия на рынок, и та, и другая недобросовестная рыночная практика ведут к подрыву информационной прозрачности рынка, лишая его участников равных возможностей и доступа к информации. Таким образом, и манипулирование рынком, и неправомерное использование инсайдерской информации можно рассматривать в качестве составляющих единого явления - манипулирования информацией на рынке. В зарубежном законодательстве для объединения понятий манипулирование рынком и торговля инсайдерской информацией принято использовать термин «рыночное злоупотребление» (market abuse).<sup>1</sup>

Манипулятивным действиям больше подвержены биржевые рынки, в связи с информированием биржевыми электронными системами других участников рынка о совершении сделок и средней котировкой того или иного актива, через которые уже возможно опосредованно воздействовать на стоимость активов на внебиржевых рынках.

Проблемы использования инсайдерской информации для участников финансовых рынков возникают как на биржевом рынке, так и на внебиржевом в связи с тем, что недобросовестный инвестор одинаково может вводить в заблуждение или пользоваться неведением своих контрагентов по сделке о реальном положении актива. В первую очередь риск убытков из-за использованной инсайдерской информации несут сами хозяйственные общества и владельцы акций данных обществ, так как действия лиц, владеющих инсайдерской информацией, могут повлечь за собой неблагоприятные последствия для вышеуказанных субъектов, независимо от намерений последних. Иными словами, наличие или отсутствие умысла на обогащение или

---

<sup>1</sup> Примечание: Манипулирование рынком и использование инсайдерской информацией при совместном упоминании далее именуется – «Рыночное злоупотребление», «Недобросовестная рыночная практика» при совместном упоминании далее именуется – «Рыночное злоупотребление», «Недобросовестная рыночная практика»

использование, как инсайдерской, так и недостоверной информации в целях увеличения уровня инвестиционной привлекательности и поддержания рыночной стоимости ценных бумаг на высоком уровне, не имеет значения.

Первая попытка противодействия рыночному злоупотреблению была зафиксирована в Нидерландах путем издания эдикта от 27 февраля 1610 года<sup>2</sup>, который запрещал совершение некоторых типов сделок (например, фьючерсных) и устанавливал определенные запреты и ограничения (срок передачи акций по договорам купли-продажи не должен был составлять более одного месяца), с целью защиты имущественных интересов добросовестных инвесторов.

Далее следует отметить закон США о Фондовых биржах (Securities Exchange Act 1934) и нормативные акты Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Правила 10b5-1 и 10b5-2), которые дали первые наиболее полные определения, виды и критерии следующих понятий: «инсайдерская информация», «торговля инсайдерской информацией», «манипулирование рынком ценных бумаг».

Во Франции в 1967 году в Закон о торговых обществах от 24 июля 1966 г. № 66-537 были внесены изменения, связанные с ограничениями на распоряжение ценными бумагами торгового общества со стороны лиц, представляющих интересы этого общества, его сотрудников, располагающих привилегией на техническую, коммерческую или финансовую информацию о состоянии дел в обществе, а также их родственников. Обо всех своих сделках с ценными бумагами общества его инсайдеры должны были сообщать в Комиссию биржевого надзора.

Также одним из самых значимых нормативно-правовых актов с точки зрения установления определения и критериев рыночного злоупотребления является ныне утратившая силу Директива 2003/6/ЕС от 28.03.2003 «Об инсайдерской деятельности и рыночном манипулировании (злоупотреблениях на рынке)», установившая рамки для гармонизации национальных законодательств в сфере противодействия неправомерному использованию инсайдерской

---

<sup>2</sup> А.Е. Молотников Правовое регулирование рынка ценных бумаг./ М.: изд-во Стартап, 2013. С. 21, 32

информации и манипулированию рынком, а также создала инструменты для выявления и предотвращения соответствующих рыночных правонарушений.

На уровне российского законодательства, нормативно-правовой акт, в котором были даны легальные дефиниции вышеуказанных явлений, гармонизированы и консолидированы нормы, регулирующие вопросы использования технологий рыночного злоупотребления, был принят в 2010 году: это Федеральный закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг» от 27.07.2010 №224. Нормы данного федерального закона стали в последующем дополняться подзаконными актами ФСФР РФ, а с 2013 года актами Центрального Банка РФ. До принятия указанного федерального закона нормы, устанавливающие регулирование в отношении инсайдерской торговли и манипулирования на рынке ценных бумаг, содержались в разрозненных актах ФСФР РФ, регулирование в соответствующей сфере не было систематизированным.

Таким образом, можно сделать вывод, что в странах с развитым рынком вопросы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком находятся в сфере внимания законодателя на протяжении не одного десятка лет, а порой и нескольких веков. За это время было разработано развернутое правовое регулирование в указанной сфере, а также были выработаны теоретические подходы и сформирован массив судебной практики, о которых будет сказано в дальнейшем.

## **Глава 1: Теоретические аспекты манипулирования рынком и торговли инсайдерской информацией**

### **§1. Манипулирование рынком ценных бумаг. Определение и способы**

Единого определения понятия «манипулирование рынком ценных бумаг» ни в доктрине, ни в законодательстве, ни в судебной практике на сегодняшний день не существует.

Российский законодатель дает определение данному термину в ст. 5 ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг» от 27.07.2010 №224 (далее - ФЗ об инсайте, Закон об инсайте). При написании закона отечественный законодатель пошел путем европейских стран, а именно - перечисление действий, к которым можно отнести манипулирование рынком ценных бумаг, таким как:

1) умышленное распространение информации через СМИ или иным способом ложных сведений с целью влияния ценообразование, спрос и предложение на рынке ценных бумаг;

2) совершение операций с финансовыми инструментами рынка ценных бумаг по предварительной договоренности с аналогичной целью влияния на фондовый рынок и совершение иных действий с аналогичной целью.

Перечень действий подпадающих под деятельность направленную на манипулирование рынком ценных бумаг данный законодателем в ст. 5 ФЗ об инсайте представляется открытым, поскольку невозможно предусмотреть всевозможные неправомерные действия спекулянтов с помощью которых последние влияют на рынок ценных бумаг в свою пользу, данная позиция подтверждается тем фактом, что в дополнение к указанному выше перечню существует Приказ ФСФР РФ от 24.05.2011 №11-22/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по утверждению органами и организациями, указанными в пункте 9 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию

рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (Далее – Методические рекомендации), нормативных актов, содержащих исчерпывающие перечни инсайдерской информации», который дополняет список, составленный законодателем.

В законе США о Фондовых биржах (Securities Exchange Act 1934) дается следующее определение - характеристика манипулированию рынком – к манипулятивным действиям причисляются действия, направленные на совершение мошеннических операций, получение денег, имущества посредством ложных заявлений или сокрытия информации, способной существенно повлиять на цену той или иной ценной бумаги, а также участие в любых сделках или делах, нацеленных на извлечение выгоды мошенническим путем<sup>3</sup>.

Также определению манипулирования рынком уделил внимание ЕС в Директиве N 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком» – это действия одного или нескольких лиц по удержанию цен на финансовые инструменты или созданию иных нечестных условий на рынке, целью которых является укрепление собственной главенствующей позиции на рынке.

В соответствии со статьей 1 Директивы 2003/6/ЕС под манипулированием рынком следует понимать<sup>4</sup>:

- а) сделки или приказы на совершение сделок:
  - которые создают или могут создать ложные или вводящие в заблуждение сигналы относительно спроса, предложения или цен на финансовые инструменты;
  - которые поддерживают цены одного или нескольких финансовых инструментов на отклоняющемся от нормы, искусственном уровне в результате действий одного лица или согласованных действий группы лиц, если лицо, которое совершило сделку или направило приказ на совершение сделки, не

---

<sup>3</sup> Securities Exchange Act of 1934 [Электронный ресурс] / Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США. URL: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

<sup>4</sup> Директива № 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» (утратил силу с 3 июля 2016 г.) // СПС «Консультант Плюс»



докажет, что сделало это на законных основаниях и что данные сделки или приказы на совершение сделок соответствуют принятым рыночным практикам на указанном регулируемом рынке;

б) сделки или приказы на совершение сделок, при совершении которых применяются обманные приемы и махинации;

с) распространение через СМИ, включая Интернет, или любыми иными способами информации, которая создает или может создать ложные или вводящие в заблуждение сигналы относительно финансовых инструментов, включая распространение слухов, ложных или вводящих в заблуждение новостей, если лицо, распространившее такую информацию, знало или должно было знать, что информация не соответствует действительности. В отношении журналистов, действующих в своем профессиональном качестве, распространение подобной информации должно оцениваться с учетом норм, регулирующих их профессиональную деятельность, если эти лица прямо или косвенно не получают выгод или преимуществ от распространения данной информации.

Доктрина дает схожие определения рассматриваемого понятия, в частности:

Дж. Тьюлз - манипулирование представляет собой искусственное контролирование курсов ценных бумаг; по своей сути оно является попыткой продавать ценные бумаги по ценам выше или ниже тех, которые бы установились в результате нормального воздействия, соотношения цены и спроса. Манипулятор при этом старается получить прибыль или избежать убытков путем установления фиктивных цен, как правило, за счет инвесторов.<sup>5</sup>

В. А. Татьянников – искусственное контролирование курсовой стоимости товара, ставящее своей целью купить или продать товар по той цене, которая бы не установилась в результате естественных рыночных условий.<sup>6</sup>

Н.Б. Шеленкова - манипулирование представляет собой умышленное воздействие на цену с целью обмана или введения участников биржевой торговли или иных заинтересованных лиц в заблуждение относительно действительного

---

<sup>5</sup> Р. Дж. Тьюлз Фондовый рынок / М.: ИНФРА, 1999. С. 543

<sup>6</sup> Е.А. Емельянова Манипулирование информацией на рынках. / М.: изд-во Инфотропик Медиа, 2015. С. 27

процесса ценообразования с целью извлечения выгод и преимуществ для себя лично и для иных лиц.<sup>7</sup>

В.М. Бабадаева, рассматривая манипуляции на рынке акций, предлагает определять их как совершение одним или несколькими участниками рынка действий на первичном или вторичном рынке акций, оказывающих влияние на текущую или будущую цену акций, посредством сделок купли-продажи акций либо посредством распространения ложной или искаженной информации, осуществляющихся с прямым или косвенным умыслом получения дополнительной прибыли, либо без такового и влекущих за собой создание экономически необоснованной ситуации, вводящей в заблуждение прочих участников рынка.<sup>8</sup>

В.А. Мартыненко предлагает определять манипулирование как любые действия, направленные на получение прибыли за счет создания искусственной ситуации, которая прямым либо косвенным образом влияет на процесс рыночного ценообразования. Тем самым искусственная ситуация вводит в заблуждение либо провоцирует участников рынка ценных бумаг на совершение торговых операций, которые при отсутствии такой ситуации не были бы совершены.<sup>9</sup>

Некоторые авторы считают, что давать определение понятию манипулирования рынком и вовсе не нужно: единого понятия манипулирования рынком не должно существовать, так как оно включает в себя слишком различные по своей природе и непохожие друг на друга недобросовестные практики, регулировать же необходимо каждое конкретное правонарушение в отдельности.

Исходя из логики законодателя и доктрины, манипулированием рынком ценных бумаг является недобросовестная практика ведения предпринимательской деятельности одним лицом или группой лиц на рынке ценных бумаг с помощью совершения различных действий направленных на искусственное воздействие на котировки ценных бумаг, и побуждение иных участников рынка к купле-продаже

---

<sup>7</sup> Н. Б. Шеленкова Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. № 2. С. 58

<sup>8</sup> В. М. Бабадаева Совершенствование системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценовых критериев: Автореф. дис. ... канд. экон. наук. М. 2011. С. 9

<sup>9</sup> В. А. Мартыненко Инсайдерство и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг: Автореф. дис. ... кандидата экономических наук. М. 2007. С. 11.

акций по несправедливым ценам, которые не сложились бы в рамках естественных сложившихся рыночных условий.

Ввиду отсутствия четкого единого законодательного определения рыночного манипулирования правоприменитель, при разрешении споров, неоднократно обращался к вопросу о том, что же представляет собой данное правонарушение. Так, в деле *General Foods Corporation v. Brannan* 1953 г.<sup>10</sup> манипулирование было обозначено как «создание искусственной цены путем спланированных действий одного лица или группы лиц». В судебном решении по делу *Cargil Inc. v. Hardin*<sup>11</sup> 1971 г. манипулирование рассматривалось как деятельность, схема или прием, намеренно влияющие на цену финансового актива, в результате которых она достигает уровня, которого не достигла бы в отсутствие такого вмешательства. В деле *United States v. Socony-Vacuum Oil Co.* 1940 г.<sup>12</sup> было указано, что рыночное манипулирование - это «искусственный стимул, применяемый к рыночным ценам, сила, которая дестабилизирует их, фактор, предотвращающий определение рыночных цен исключительно путем свободной конкуренции».

Современная наука и практика имеют обширную классификацию способов, методов и видов манипулирования рынком ценных бумаг, среди которых считаю необходимым назвать классификации, что твердо заняли свою нишу:

1. Данную Д.В. Пряничковым: 1) информационные манипуляции, основанные на распространении ложной информации, и 2) торговые манипуляции, основанные на действиях трейдера, воздействующих на текущую или будущую цену акций, также активный способ манипулирования рынком.<sup>13</sup>

2. По виду операции, применяемой для манипулирования рынком:

1) Создание искусственного дефицита товаров на рынке - корнеры и выжимания:

---

<sup>10</sup> *General Foods Corporation v. Brannan*, 170 F/2d 220 (1948) [Электронный ресурс] // URL: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/170/220/1567671/>

<sup>11</sup> *Cargil Inc. v. Hardin*, 452 US 1154 (1971) [Электронный ресурс] // URL: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/452/1154/174683/>

<sup>12</sup> *United States v. Socony-Vacuum Oil Co., Inc.*, 310 US 150 (1940) [Электронный ресурс] // URL: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/310/150/case.html>

<sup>13</sup> Е.А. Емельянова Информационная природа манипулирования рынком // Вестник СПбГУ. Сер. 14. 2013. Вып.3 – С.26

Корнеры представляют собой способ манипулирования ценами, применяемый в отношении активов, торгуемых на бирже, в случае, если их количество, обращающееся на рынке, является ограниченным. Игроки скупают конкретную ценную бумагу, вызывая этим рост цен, при этом возрастает активность игроков на понижение, считающих, что актив переоценен. Играя на понижение и осуществляя продажи конкретной ценной бумаги без покрытия, эти игроки надеются, что в момент поставки и расчетов ее курс упадет, следовательно, бумагу удастся откупить по более низкой цене и заработать на курсовой разнице. Тем не менее к моменту поставок и расчетов оказывается, что данной ценной бумаги, по которой велись торги, в свободной продаже отсутствуют, а все запасы манипулируемого актива находятся у игроков на повышение. Соответственно, чтобы осуществить возврат долга по взятым ценным бумагам без покрытия, заемщики вынуждены приобретать ценные бумаги у держателей активов (манипуляторов) по завышенной стоимости.

Иной вариант корнера - предоставление игроками на повышение (манипуляторами) ссуд ценными бумагами игрокам на понижение и скрытый откуп первыми у них ценных бумаг на открытом рынке по все возрастающей цене. К моменту расчетов по ссудам все ценные бумаги находятся у кредиторов, которые устанавливают на них чрезвычайно высокие цены.

Выжимание - способ манипулирования, схожий с корнером. Суть его заключается в том, что собственник значительного запаса товара, торгуемого на рынке, начинает покупать срочные контракты, предполагающие поставку данного товара в будущем по определенной цене. К моменту поставки товара не оказывается на рынке в необходимом количестве, попытки купить его приводят к повышению цены. Собственник запаса товара начинает медленно освобождаться от него по новой, более высокой цене, продавая его тем, кто несколько месяцев назад соглашался поставлять его по более низким ценам.

2) Имитация фальшивой активности, влияющей на цены, или совершение сделок по искусственным ценам, включая мокрые продажи, спаренные ордера, паркинг (складирование), пулы, совершение сделок и выставление заявок по

ценам, явно отличным от рыночных, в те периоды времени, когда устанавливается ценовой уровень, и т.д.

3) Мокрые продажи - совершение сделок, не приводящих к смене собственника (выгодоприобретателя) или осуществляемых в кругу заинтересованных или аффилированных лиц с целью направленного воздействия на курс ценных бумаг. Ценовые условия таких сделок могут существенным и искусственным образом повлиять на цену финансового актива на рынке.

4) Спаренные ордера - размещение у двух брокеров одновременно заявки на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг: ценные бумаги продаются одному брокеру и тут же покупаются у другого, при этом, как и в случае с мокрыми продажами, реальной смены собственника бумаг не происходит.

5) Паркинг - совершение сделок репо с обратным выкупом акций по тем же, фиксированным, ценам, безрисковым для манипулятора. Акции временно «складируются» у покупателей, в результате чего не происходит фактического перехода права собственности. Используется для поддержания искусственной активности на рынке, влияющей на цены.

6) Пул – действия группы участников рынка, осуществляющих согласованные действия с целью оказания искусственного воздействия на цены. Участники пула приобретают акции или опционы на акции, затем осуществляют скоординированные активные действия по повышению цены акций выше курса, по которому были приобретены ценные бумаги или по которому есть право их приобретения в соответствии с опционом, с целью последующей реализации ценных бумаг и получения прибыли. Манипулирование путем создания пула можно считать смешанным способом манипулирования, относя данную схему одновременно к манипулированию путем совершения сделок и к манипулированию с помощью информационного воздействия на участников рынка.

Ярким примером манипулирования, предусматривающего совершение операций с финансовым инструментом, является выявленный ФСФР России случай манипулирования ценой обыкновенных акций открытого акционерного

общества «РБК» на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» осенью 2011 г. Установление факта манипулирования явилось результатом проведения проверки, проводившейся в связи с поступлением обращения эмитента этих акций - ОАО «РБК». В ходе проверки был обнаружен ряд сделок с существенным отклонением цены и иных рыночных параметров, после чего на протяжении нескольких дней были выявлены взаимосвязи в совершении сделок между группой клиентов одного из профессиональных участников рынка ценных бумаг. Заключаемые ими сделки привели к существенному отклонению цены и иных рыночных параметров, а объем совершаемых ими операций с акциями ОАО «РБК» в отдельные дни достигал 40% от дневного объема торгов этими акциями. В ходе проведенной проверки было установлено, что данные сделки совершались в интересах одного лица, которое также участвовало в торгах.<sup>14</sup>

Также можно говорить о иных видах манипулирования рынком ценных бумаг, выделяемого в законодательстве различных стран и правоведами:

3. Виды манипулирования исходя из законодательства различных стран (Россия, США, ЕС):

а) манипулирование на основе совершения сделок;

б) манипулирование на основе распространения информации: нераскрытие существенных фактов; формирования благоприятной рыночной конъюнктуры путем информационного давления; распространение ложных и вводящих в заблуждение сведений;

в) иные способы: искусственное занижение/завышение дивидендов; купля-продажа крупных пакетов ценных бумаг без принятия мер на предотвращение дестабилизации рынка.

4. Так же выделяют такую классификацию, как активные и пассивные способы манипулирования рынком.<sup>15</sup> К активному относят, например, совершение сделок и распространение ложных сведений. А к пассивному - не раскрытие информации, подлежащей опубликованию, например, юридическое

---

<sup>14</sup> О выявлении факта манипулирования акциями ОАО «РБК» на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» [Электронный ресурс] // URL: <http://www.finmarket.ru/news/3057631>

<sup>15</sup> Е.А. Емельянова Манипулирование информацией на рынках – с. 34

лицо не опубликовало годовой отчет о доходах, так как его опубликование могло привести к падению курсовой стоимости акций данной компании.

По итогам настоящего параграфа можно сказать о том, что манипулирование рынком распределяется на две основных группы:

К первой группе относится «информационное манипулирование», направленное на распространение ложной информацией, с целью влияния на курсовую стоимость и спрос на тот или иной актив.

Во вторую группу можно отнести сделки на биржевых рынках, направленные на искусственное регулирование и контроль спроса и предложения на биржевом рынке на те или иные активы. Данные сделки совершаются в большом количестве и не всегда на крупные суммы, так как главная цель таких сделок не моментальное приобретение или отчуждение того или иного актива, а создание тенденций для влияния на курсовые стоимости ценных бумаг и создания новых тенденций на рынках.<sup>16</sup>

## **§2: Понятие инсайдерской информации. Определение, способы и классификация**

Что касается определения понятия «инсайдерской информации», то в законодательстве, доктрине и практике присуще единство по данному вопросу в части определения общих признаков данного понятия.

Наш законодатель дает легальную дефиницию рассматриваемого понятия в п. 1 ст. 2 ФЗ « О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг» от 27.07.2010 №224. Под инсайдерской информацией понимается - точная и конкретная информация, которая не была распространена или предоставлена (в том числе сведения,

---

<sup>16</sup> Т.Ч. Ахмедов Методы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в системе обеспечения экономической безопасности государства. дис..кандидата экономических наук, Санкт-Петербург – С. 27

составляющие коммерческую, служебную, банковскую тайну, тайну связи (в части информации о почтовых переводах денежных средств) и иную охраняемую законом тайну), распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров (в том числе сведения, касающиеся одного или нескольких эмитентов эмиссионных ценных бумаг, одной или нескольких управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, одного или нескольких хозяйствующих субъектов, либо одного или нескольких финансовых инструментов, иностранной валюты и (или) товаров) и которая относится к информации, включенной в соответствующий перечень инсайдерской информации. Также законодатель дал перечень категорий информации, которую можно отнести к инсайдерской, настоящий перечень находится в ФЗ об инсайте. В Законе об инсайте перечислены следующие категории инсайдерской информации: 1) информация о принятых решениях об итогах торгов (тендеров); 2) информация, полученная в ходе проводимых проверок, а также информация о результатах таких проверок; 3) информация о принятых решениях в отношении определенной категории лиц, о выдаче, приостановлении действия или об аннулировании (отзыве) лицензий (разрешений, аккредитаций) на осуществление определенных видов деятельности, а также иных разрешений; 4) информация о принятых решениях о привлечении к административной ответственности лиц, указанных в ст. 4 ФЗ об инсайте; 5) иная инсайдерская информация, определенная их нормативными актами. Далее предлагаю рассмотреть понятие инсайдерской информации в зарубежных странах и современной доктрине.

В законодательстве США не дается четкого и конкретного определения инсайдерской информации, для того, чтобы иметь представление о том, что подразумевается под вышеуказанным понятием, необходимо изучить действующее законодательство США, а именно закон США о Фондовых биржах (Securities Exchange Act 1934), нормативные акты Комиссии по ценным бумагам и биржам США (Правила 10b5-1 и 10b5-2). Исходя из вышеуказанных нормативно-



правовых актов можно дать следующее определение инсайдерской информации, а если быть более точным, то инсайдерской торговле: покупка или продажа ценных бумаг лицом, которое владеет существенной неопубликованной (не преданной широкой огласке) информацией о ценных бумагах, являющихся объектом сделок, либо передачу такой информации другим лицам. При этом лицо, осуществляющее торговлю или передающее информацию, нарушает фидуциарную обязанность.<sup>17</sup>

Краткость понятия инсайдерской информации, закрепленное в вышеуказанном законе США компенсируется прецедентным правом. В российском законодательстве, принадлежащем романогерманской правовой семье, где прецедент не играет большой роли, все определения и критерии должны формироваться с максимально возможной полнотой и исчерпываемостью.

В Директиве Европейского Парламента и Совета ЕС «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» указано, что инсайдерская информация – это не распространенная прямо или косвенно конкретная информация, касающаяся одного или нескольких владельцев финансовых инструментов, а также самих финансовых инструментов. Будучи раскрытой, такая информация с большой долей вероятности повлияет на цены таких финансовых инструментов или на цены производных финансовых инструментов.

Среди общепринятых признаков инсайдерской информации можно выделить:

1) отсутствие общедоступности информации. При этом формулировка должна быть именно такой, так как формулировка: «известная ограниченному кругу лиц», используемая в некоторых приведенных выше определениях не отражает реальной сущности понятия. Например, информация из печатного издания с малым тиражом, либо малой областью распространения тоже может

---

<sup>17</sup> Rules 10b5-1, 10b5-2 [Электронный ресурс] / Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США. URL: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

быть известна ограниченному кругу лиц, но она не является инсайдерской, поскольку она является общедоступной;

2) способность влиять на курсовые стоимости биржевых активов после ее распространения. Данный признак присутствует практически во всех рассмотренных определениях. Однако стоит обратить внимание, что в данном признаке особо важен момент времени такого влияния, т.е. влияние на цену для всех третьих лиц, кому неизвестна такая информация, осуществляется в момент перехода информации в состояние общедоступности.

3) способность информации в случае ее использования приносить доход или избежать убытков ее владельцу.

4) инсайдерская информация включает в себя в том числе, но не ограничиваясь следующими данными: сведения об эмитентах ценных бумаг, о ценных бумагах, финансовом состоянии эмитента, сведения о решениях управляющих органов эмитента и т.д., исчерпывающий перечень такой информации дать невозможно. В конечном счете, инсайдерская информация содержит сведения или помогает сделать наиболее точные прогнозы относительно динамики цен на те или иные финансовые инструменты, валюту или товары;

5) точность, достоверность и конкретность. Точность и конкретность – являются признаками определяющие ценность инсайдерской информации, но в то же время не исключены случаи, когда инсайдерской может оказаться неточная или неконкретная информация, соответственно точность и конкретность нельзя отнести к обязательным признакам инсайдерской информации. В то время как достоверность является обязательным признаком инсайдерской информации;

6) возможное негативное влияние на деятельность хозяйствующего субъекта ценность активов хозяйственного общества и держателей этих активов. Все приведенные признаки, так или иначе, присущи инсайдерской информации. Однако именно первые два, а также достоверность являются обязательными и достаточными, для определения информации в качестве инсайдерской. Соответственно три отмеченные характеристики являются более чем

достаточными признаками, которые должны быть определены в любом понятии инсайдерской информации.<sup>18</sup>

Стоит так же осветить вопрос разграничения понятий инсайдерской информации, служебной информации и коммерческой тайны, поскольку, зачастую для лиц, не имеющих отношения к правовой сфере рынка ценных бумаг, это синонимичные понятие, поскольку одинаково могут нести негативный эффект для инвесторов и хозяйственных обществ и обогащения для людей, использующих такую информацию. В юридической и экономической литературе встречаются точки зрения об отсутствии каких либо существенных различий между этими понятиями. В некоторых работах отечественных ученых, например, термины «служебная информация» и «инсайдерская информация» отождествляются.<sup>19</sup>

Существует мнение, согласно которому понятие «инсайдерской информации» шире «служебной информации», связано это с тем, что в законодательстве, на данный момент в отечественном законодательстве, понятие «служебной информации» упразднено вовсе с принятием федерального закона № 224-ФЗ, однако стоит обратиться к определению, данному в ныне утратившей силу ст. 31 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»<sup>20</sup>. Согласно указанной статье служебная информация - любая не являющаяся общедоступной информация об эмитенте и выпущенных им эмиссионных ценных бумагах, которая ставит лиц, обладающих в силу своего служебного положения, трудовых обязанностей или договора, заключенного с эмитентом, такой информацией, в преимущественное положение по сравнению с другими субъектами рынка ценных бумаг. Несмотря на то, что на сегодняшний день. отсутствует закрепленное

---

<sup>18</sup> Т.Ч. Ахмедов Понятие инсайдерской информации России // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД, №2 (58) / 2013, с. 129-130

<sup>19</sup> Б.В. Татлыбаев Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информацией на фондовом рынке в российском праве и праве соединенных штатов Америки: дисс...к.ю.н.. М.: 2015. С. 31-32

<sup>20</sup> А.С. Емельянов, В.Н. Федотов, Д.А. Вавулин Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (постатейный) // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

понятие служебной информации в законодательстве, оно используется в повседневной практике.

Что касается коммерческой тайны, то определение данного термина дается в законе «О коммерческой тайне». Согласно положениям указанного закона коммерческая тайна - это сведения любого характера (производственные, технические, экономические, организационные и другие), в том числе о результатах интеллектуальной деятельности в научно-технической сфере, а также сведения о способах осуществления профессиональной деятельности, которые имеют действительную или потенциальную коммерческую ценность в силу неизвестности их третьим лицам, к которым у третьих лиц нет свободного доступа на законном основании и в отношении которых обладателем таких сведений введен режим коммерческой тайны.

Приведя определения понятий инсайдерской информации, служебной информации и коммерческой тайны можно сделать вывод, что основным отличием рассматриваемых терминов является критерий отнесения сведений к тому или иному виду информации.

## **§2.1.:Субъекты использования инсайдерской информации и их обязанности**

Всех лиц, которые являются инсайдерами в соответствии с ФЗ об инсайте и Приказом ФСФР России от 18.06.2013 № 13-51/пз-н:

- первичных инсайдеров - организации, которые вследствие своей деятельности и наличия обращающихся финансовых инструментов вырабатывают (генерируют) инсайдерскую информацию среди которых выделяют следующие группы: 1) эмитенты и управляющие компании; 2) хозяйствующие субъекты, включенные в предусмотренный статьей 23 Федерального закона от 26 июля 2006 года № 135-ФЗ «О защите конкуренции» реестр и занимающие доминирующее положение на рынке определенного товара в географических границах

Российской Федерации; 3) организаторы торговли, клиринговые организации, а также депозитарии и кредитные организации, осуществляющие расчеты по результатам сделок, совершенных через организаторов торговли; 4) лица, осуществляющие присвоение рейтингов лицам профессиональным участникам рынка ценных бумаг;

- вторичных инсайдеров – 1) профессиональные участники рынка ценных бумаг и иные лица, осуществляющие в интересах клиентов операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товарами, получившие инсайдерскую информацию от клиентов; 2) лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, указанных в первичных инсайдерах на основании договоров, заключенных с соответствующими лицами, в том числе аудиторы (аудиторские организации), оценщики (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры), профессиональные участники рынка ценных бумаг, кредитные организации, страховые организации; 3) лица, которые владеют не менее чем 25 процентами голосов в высшем органе управления юридических лиц, а также лица, которые в силу владения акциями (долями) в уставном капитале указанных лиц имеют доступ к инсайдерской информации на основании федеральных законов или учредительных документов; 4) члены совета директоров (наблюдательного совета), члены коллегиального исполнительного органа, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа (в том числе управляющая организация, управляющий либо временный единоличный исполнительный орган), члены ревизионной комиссии юридических лиц; 5) лица, имеющие доступ к информации о направлении добровольного, обязательного или конкурирующего предложения о приобретении акций в соответствии с законодательством Российской Федерации об акционерных обществах, в том числе лица, направившие в акционерное общество добровольные или конкурирующие предложения, кредитная организация, предоставившая банковскую гарантию, оценщик (юридические лица, с которыми оценщики заключили трудовые договоры); 6) информационные агентства, осуществляющие раскрытие или предоставление информации (например,

«Интерфакс»); 7) физические лица, имеющие доступ к инсайдерской информации лиц, на основании трудовых и (или) гражданско-правовых договоров, заключенных с соответствующими лицами; 8) лица, осуществляющие присвоение рейтингов.

- всех остальных лиц – 1) биржевые посредники, биржевые брокеры, осуществляющие в интересах клиентов операции с товаром, допущенным товарной биржей к биржевой торговле (далее – биржевой товар) или в отношении которого подана заявка о его допуске товарной биржей к биржевой торговле и заключающие в интересах клиентов на торгах товарной биржи договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, базисным активом которых является биржевой товар; 2) кредитные организации, осуществляющие в интересах клиентов операции с иностранной валютой на валютной бирже.

Отдельную группу субъектов использования инсайдерской информации составляют физические лица, имеющие доступ к инсайдерской информации «первичных» и «вторичных» инсайдеров (кроме органов публичной власти) на основании трудовых и (или) гражданско-правовых договоров».

Как можно увидеть, у субъектов правоотношений, относящихся к инсайдерам присутствует огромное количество, в зависимости от группы на инсайдера возлагается тот или иной объем обязанностей, направленных на противодействия использованию инсайдерской информации.

Наибольшее число обязанностей в сфере инсайда лежит на первичном инсайдере, среди его исключительных обязанностей можно выделить следующие:

- обязанность утвердить перечень (список) инсайдерской информации;
- на основании перечня инсайдерской информации организация-инсайдер обязана составить список своих вторичных инсайдеров и уведомить их об этом;
- передача списка вторичных инсайдеров на биржу, на которой обращается финансовый инструмент (валюта, товар).

Большинство инсайдеров обязаны выполнять следующее правило в отношении раскрытия соответствующей информации:

Для случаев публикации документов, которые содержат инсайд, — 2 дня с даты его утверждения (составления протокола) или подписания и 1 день, отсчитанный от даты появления документа на сайте — сообщение в Ленте новостей о факте размещения на сайте данного документа.

Все перечисленные выше инсайдеры должны выполнять следующие правила раскрытия информации:

Раскрытие инсайдерской информации в Ленте новостей уполномоченного информационного агентства — 1 день;

На собственном сайте — не позднее 2 -х дней;<sup>21</sup>

Так же необходимо упомянуть о еще одной классификации инсайдеров, наименее распространенной<sup>22</sup>:

Классическая теория инсайдерской торговли применяется к так называемым корпоративным инсайдерам (работникам и директорам эмитента, ценные бумаги которого стали объектом инсайдерской торговли), которые располагают существенной неопубликованной информацией по должности в компании-эмитенте и несут перед ним фидуциарную обязанность не использовать эту информацию с целью извлечения личной выгоды.

Теория злоупотребления касается посторонних лиц, которые располагают существенной неопубликованной информацией по должности и несут перед другими лицами (не перед эмитентом) фидуциарную обязанность не использовать эту информацию с целью извлечения личной выгоды. Таких инсайдеров еще называют временными. К ним относятся консультанты, адвокаты и другие лица, имеющие с компанией договорные отношения и получающие в связи с этим

---

<sup>21</sup> Приказ ФСФР России от 28.02.2012 № 12-9/пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках раскрытия инсайдерской информации лиц указанных в пунктах 1-4,11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс»

<sup>22</sup> А.Ф. Ахмадулина К вопросу о правовом режиме инсайдерской информации // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева, том 4[81], 2014

неопубликованную информацию, которую по правилам могут использовать только в своей работе с данной корпорацией, но не в личных целях.<sup>23</sup>

По своей сути действия инсайдера, в большинстве своем имеющие незаконный характер, должны быть скорее максимально скрытными, чтобы не привлекать внимания других участников рынка. Манипулятор, с другой стороны, имеет целью вовлечь максимально большое число участников в свою деятельность, чтобы спровоцировать необходимые движения на рынке, соответственно заинтересован в том, чтобы повлиять как можно на большее количество участников торгов.

Как манипулирование рынком, так и неправомерное использование инсайдерской информации имеют единую цель - влияние на представление участников рынка о стоимости и ценности активов, обращающихся на рынке.

При использовании инсайдерской информации влияние оказывается за счет необоснованного сокрытия от других инвесторов используемых сведений, т.е. происходит своего рода «пассивная» манипуляция. Действуя в условиях недостатка информации, участники торгов не имеют возможности принимать обоснованные и рациональные финансовые решения, предоставляя инсайдеру некую монополию на важные сведения. Инсайдер, имея преимущества перед другими участниками, может, по сути, манипулировать ими, вынуждая их совершать определенные биржевые операции, которые в дальнейшем могут привести к значительным убыткам данных участников.

В случае с манипулированием рынком соответствующее влияние достигается путем активного изменения представлений участников организованных торгов за счет введения их в заблуждение относительно цены, содержания, характера предмета торговли и торговых операций. Манипулятор стремится повысить или ослабить интерес других лиц, осуществляющих торговлю на рынке, к тому или иному активу. Это относится не только информационным видам манипулирования, таким как распространение заведомо

---

<sup>23</sup> И. Киселева Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США // Правовое регулирование - 2004 – вып. 10 – стр. 4



ложных сведений или отказ от раскрытия или предоставления сведений, но и к манипулированию путем совершения операций с финансовым инструментом, иностранной валютой или товаром.

Говоря о манипулировании рынком, необходимо четко понимать, что объектом манипулирования является не сам рынок как совокупность экономических отношений, объектом манипулирования является информация о данном рынке, воздействующая уже на стоимость биржевых активов и реакцию и поведение участников торгов, и только она.

Таким образом, и манипулирование рынком, и неправомерное использование инсайдерской информации можно рассматривать в качестве составляющих единого явления - манипулирования информацией на рынке.

По итогу рассмотрения теоретических аспектов, что из себя предоставляют такие явления как манипулирование рынком и использование инсайдерской информации, нельзя не сказать о том, что эти два явления во многом схожи друг с другом, начиная от внешних признаков, эти два явления регулируются по большей части одними и теми же актами государственных органов власти в РФ, заканчивая тем, что основным инструментом в обоих случаях является информация. Однако манипулирование рынком имеет и ряд отличительных черт, что делает данные явления самостоятельными и независимыми друг от друга недобросовестными рыночными практиками.

## **Глава 2: Проблемы противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком**

### **§1. Теория методологии противодействия рыночному злоупотреблению**

Анализируя всю совокупность методов противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, выявленных на основании законодательства и анализа судебной практики возможно дать следующую классификацию мер, направленную на противодействие рыночному злоупотреблению:

- Субъект противодействия: 1) государственные 2) биржевые органы 3) хозяйствующие субъекты.

К государственным методам могут относиться: законодательное регулирование и система определения, назначения и исполнения наказаний за использование недобросовестных рыночных практик, мониторинг и контроль рынков регулирующими органами, стимулирование деятельности лиц, способствующих выявлению и раскрытию преступлений на рынках, установление запретов на осуществление недобросовестной рыночной практики.

К биржевому регулированию в сфере противодействия рыночному злоупотреблению можно отнести также метод локального нормативного запрета на осуществление недобросовестной рыночной практики в виде внутренних правил биржевой торговли. Вторым основным методом регулирования на бирже является мониторинг нетипичных сделок, такими, например, могут оказаться сделки с акциями с сильными отклонениями от среднерыночной стоимости. Мониторинг и контроль подаваемых заявок и совершаемых сделок осуществляется в ходе торгов в автоматическом режиме с использованием специальных внутренних программно-технических средств мониторинга, которые обеспечивают ведение мониторинга и контроля по критериям, закрепленным в Приказе ФСФР РФ «Об утверждении Методических рекомендаций по

установлению критериев существенного отклонения цены ликвидных ценных бумаг».

Если на государственном и биржевом уровне преобладают профилактические методы, методы выявления и наказания за осуществление рыночного злоупотребления, то хозяйствующие субъекты применяют в основном меры профилактического и предупреждающего характера при защите своих интересов от торговли инсайдерской информацией сотрудниками организации. Среди методов профилактического характера преобладают: теория игр, применяемая в процессе принятия управленческих решений для оценки стратегии поведения; система наказаний и поощрений внутри организации; методы оценки последствий совершения правонарушений; организационные и психологические методы, метод «Китайской стены».

В некоторых странах обязательным является метод «Китайской стены». Например, в Закон Новой Зеландии «О внесении изменений в Закон о ценных бумагах» 1988 г.<sup>24</sup> включены так называемые китайские стены (chinese walls) - комплекс норм превентивного характера по нераспространению инсайдерской информации.

Нормы о китайских стенах применяются в ситуациях, когда один отдел хозяйственного общества имеет доступ к непубличной коммерчески ценной информации о эмитента, в то время как остальные отделы эмитента, осуществляющие, например, биржевые сделки, владеют иной коммерческой непубличной информацией, но не имеют доступа, либо имеют доступ лишь к части информации первого отдела, а третий отдел организации допущен в полном объеме к иной информации, чем первые два, но не имеет самостоятельного допуска к информации предыдущих двух отделов и получает ее только в сжатом необходимом для сотрудников третьего отдела виде по специальному запросу либо распоряжению руководства.

---

<sup>24</sup> Т.Ч. Ахмедов Методы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в системе обеспечения экономической безопасности государства: дис...кандидата экономических наук. Санкт-Петербург, 2015, С. 85

В то же время использование такого охранного метода запрещено в ряде государств, поскольку это приводит к конфликту интересов основанном на разграничении ответственности физических и юридических лиц внутри организации.

2. Другой классификацией методов противодействия рыночному злоупотреблению является классификация по цели применения методов:

- Методы выявления: критериальный метод, метод теории графов.
- Профилактический метод.

Необходимо отдельно отметить, такие профилактические методы, которые можно определить, как методы антиинсайдерской кадровой политики. Среди таких мер может быть проверка персонала при приеме на работу, в том числе с помощью полиграфа или запроса характеристики с прошлых мест работы, изучение деловых качеств и социальных аспектов соискателя.

Указанные выше методы (профилактический и методы выявления) отличаются от остальных в относительно небольших издержках при недопущении совершения правонарушений или их минимизации.

- Методы непосредственной борьбы с рыночным злоупотреблением, то есть методы, связанные с непосредственным пресечением и наказанием правонарушителей со стороны органов исполнительной власти.

3. По типу поведения методы подразделяются на активные и пассивные. Первые требуют постоянных действий со стороны субъекта противодействия, вторые требуют построения механизма противодействия, способного функционировать практически без активного участия субъекта. В частности, к таким можно отнести значительную часть профилактических методов, таких как система премирования лиц, сообщающих правоохранительным органам, руководству организации и иному уполномоченному лицу сведения о фактах использования недобросовестных практик на рынке.

4. По направленности воздействия методы можно классифицировать на методы прямого воздействия и косвенного воздействия. Первые направлены непосредственно на противодействие неправомерному использованию

инсайдерской информации и манипулированию рынком. Вторые направлены на достижение других целей, непосредственно не связанные с данными правонарушениями.

5. По отраслевому признаку методы противодействия подразделяются на:

- правовые, заключающиеся в закреплении в законодательстве определенных норм. К таким методам относятся практически все государственные методы, а также часть биржевых, например, система обязательного раскрытия инсайдерской информации;

- экономические, связанные с воздействием на экономические явления, системы или показатели, например, метод выявления фактов инсайдерской торговли или манипулирования рынком с помощью мониторинга осуществляемых на бирже сделок, на основании критериев, указанных в вышеназванных в настоящем параграфе Методических рекомендациях ФСФР.

- технологические, связанные с применением компьютерных и иных технологий (шифрование данных, запрет на перенос данных на съемные носители);

- организационные, заключающиеся в координации действий, которые приведут к противодействию инсайдерской торговле или манипулированию рынком, например, разграничение доступа к информации между сотрудниками.

- психологические, связанные с применением знаний в области психологии: анализ личности и характеристик соискателя, система наказаний и поощрений и иные;

- математические, основанные на применении математических моделей, использовании теории вероятности.

Рассмотренная классификация методов показывает, что для эффективного противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации манипулированию рынком должен использоваться комплекс методов противодействия. При этом наиболее эффективным такое противодействие будет, когда субъектами противодействия выступают одновременно государство, организаторы торгов и хозяйствующие субъекты, действующие совместно.

## **§2. Российское регулирование противодействия рыночному злоупотреблению**

Одной из главных проблем противодействия рыночному злоупотреблению является крайне высокий латентный характер указанных преступлений и правонарушений, а также сравнительная молодость нашего законодательства, а как следствие отсутствие необходимого опыта, навыков и скриптов выявления соответствующих правонарушений в этом направлении.

Далее будут рассмотрена существующая методология противодействия торговле инсайдерской информацией и манипулированию рынком ценных бумаг в зависимости от субъектов.

В плане противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком уполномоченным регулятором на территории Российской Федерации является Банк России, который, в соответствии с главой 3 Закона об инсайте, осуществляет следующие функции:

1. Обеспечивает государственный контроль за соблюдением требований законодательства самим Банком России, юридическими и физическими лицами.
2. Выявляет нарушения требований законодательства, принимает меры по прекращению таких нарушений и привлекает к ответственности за их совершение виновных лиц.
3. Принимает меры по предупреждению неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком федеральными органами исполнительной власти, исполнительными органами государственной власти субъектов Российской Федерации, органами местного самоуправления, органами управления государственных внебюджетных фондов, Банком России, юридическими и физическими лицами.
4. Издаёт нормативные акты, касающиеся противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

Следует отметить, что функции и полномочия Банка России в части противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком существенно уже функций и полномочий зарубежных регуляторов.

Одной из основных профилактических мер противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком является система обязательного раскрытия инсайдерской информации. Обязанность инсайдеров раскрывать инсайдерскую информацию в порядке и сроки, определенные законодательством, существующая практически во всех странах с развитым биржевым рынком. Смысл такой системы состоит в том, что при максимально быстром раскрытии инсайдерской информации максимально широкому кругу лиц, каждый участник рынка имеет равный доступ к этой информации, а, следовательно, инсайдеры не имеют возможности воспользоваться такой информацией для получения незаконной прибыли или уменьшения убытков. Также при своевременном раскрытии информации возникают трудности и для манипулирования рынком, так как инвесторы, имея большую информированность смогут анализировать информацию, поступающую с графиков и производить более детальный и точный сравнительный анализ между графиками и информацией о конкретных биржевых активах.

В России основным нормативным документом, регламентирующим данный вопрос, является Приказ ФСФР России от 28.08.2012 № 12-9/пз-н «Об утверждении положения о порядке и сроках раскрытия инсайдерской информации» (Далее – Приказ о раскрытии).

Некоторые элементы системы раскрытия инсайдерской информации необходимо рассмотреть более детально. Требования к раскрытию инсайдерской информации определяют в первую очередь три основных составляющих:

- 1) содержание информации, подлежащей раскрытию, например, информация о повестке дня заседания совета директоров; решения совета директоров; сообщения о доп. эмиссии акций; объявление размера дивидендов, причитающихся к выплате акционерам в соответствующем финансовом году и

другая информация, исчерпывающий перечень которой закреплен в законодательстве. Но при возникновении ситуаций, когда инсайдерская информация является коммерческой тайной или не может быть раскрыта по иным причинам законодатель установил исключения, при которых подобная информация не подлежит раскрытию;<sup>25</sup>

2) порядок раскрытия информации – заключается в требовании к инсайдерам предоставить простой и необременительный доступ к инсайдерской информации всем заинтересованным пользователям. Достигается это в первую очередь размещением информации на ресурсах информационных агентств, публикующих информацию в режиме реального времени (законом данные ресурсы названы «лентой новостей»), а также на официальной странице компании в сети Интернет;<sup>26</sup>

3) сроки раскрытия информации, указанные в параграфе 2.1 главы 1 настоящей работы.

Следует отметить, что лента новостей и официальный сайт компании прямо закреплены в законе как обязательные каналы распространения информации, однако, распространение может происходить дополнительно и по другим каналам, например, через иные средства массовой информации или публичные презентации и конференции.

Представленная система раскрытия инсайдерской информации задумывалась в качестве эффективного барьера для неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком. Сложность заключается в контроле над полнотой такого раскрытия.

Для стимулирования активности компаний-эмитентов в области раскрытия инсайдерской информации некоторыми информационными агентствами

---

<sup>25</sup> Указание Банка России от 11.09.2014 № 3379-У «О перечне инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 - 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс»

<sup>26</sup> Приказ ФСФР России от 28.02.2012 № 12-9/пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках раскрытия инсайдерской информации лиц указанных в пунктах 1-4,11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс»



применен интересный метод. Международная информационная группа «Интерфакс» и информационное агентство АК&М учредили «Ежегодную премию за информационную открытость для компаний-эмитентов». Кроме денежного поощрения, компания получает еще одно, пожалуй, более ценное преимущество – общественное признание ее как наиболее открытой и прозрачной компании. Это, несомненно, приводит к увеличению к ней интереса со стороны инвесторов. Ввиду этого, такая мера, как поощрение компаний за раскрытие инсайдерской информации, представляется в качестве эффективного средства противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации. Однако такой опыт целесообразно перенять не только информационным агентствам, но и государству или организаторам торгов. Таким образом, система обязательного раскрытия инсайдерской информации может служить эффективным методом противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком. Поэтому стоит развивать рассмотренную систему, совершенствовать контроль над полнотой и своевременностью раскрытия инсайдерской информации и использовать методы, стимулирующие руководство компаний в данной деятельности. Следующей мерой профилактического характера на государственном уровне является поощрение лиц, способствующих раскрытию правонарушений, связанных с инсайдерской торговлей и манипулированием рынком.

### **§3. Иностранное регулирование противодействия рыночному злоупотреблению**

Для сравнительного анализа прав регуляторов предлагаю рассмотреть лидера по борьбе с рыночным злоупотреблением – США, где введены и реализуются на практике достаточно жесткие санкции в отношении инсайдеров.

Основным подразделением регулятора биржевых рынков в лице Комиссии по ценным бумагам и биржам США (далее – SEC), ответственным за борьбу с использованием инсайдерской информацией и манипулированием на финансовых рынках, является Департамент правоприменения. В соответствии с правилами 10b5-1 и 10b5-2, принятыми вступившими в силу в 2000 году, ответственность за инсайдерскую торговлю всегда возникает у лица в случае, если в процессе торговли оно обладало материальной непубличной (инсайдерской) информацией. Ранее требовалось доказать факт использования указанным лицом такой информации при принятии решения об участии в торговле ценными бумагами, что значительно осложняло работу Департамента правоприменения и позволяло части виновных лиц оставаться безнаказанными<sup>27</sup>.

В настоящее время SEC ежегодно принимает 45–60 мер в отношении нарушений, связанных с инсайдерской торговлей, и 35–50 мер в отношении манипулирования рынком. Кроме того, с 2010 года добровольцы-информаторы, если их сведения о совершенных нарушениях законодательства подтвердились, должны получать от 10 до 30 % от суммы штрафов, которые уплачивают в итоге нарушители.<sup>28</sup>

Данному органу переданы гораздо более широкие полномочия, чем нашему регулятору (Банку России). Начиная от разработки нормативных документов и регулирования и контролирования финансового рынка до проведения расследований и проведения оперативно-разведовательных мероприятий.

Следует отметить, что SEC в США является одновременно регулятором финансового рынка и фактически силовой структурой. Так, SEC имеет право требовать необходимую ей информацию, вызывать свидетелей, проводить собственные расследования. При этом SEC не может налагать уголовные санкции, для этого привлекаются судебные органы и специальные службы.

---

<sup>27</sup> Rules 10b5-1, 10b5-2 [Электронный ресурс] / Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США. URL: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>

<sup>28</sup> О.И. Беломытцева, И.П. Супис Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Российской Федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса – 2016, август №3 (36) – с.240

Административный штраф за инсайдерскую торговлю и манипулирование рынком в США составляет до 1 млн долл. или до тройного размера полученной прибыли/избеженной потери, в зависимости от большего показателя. При этом SEC вправе применить к инсайдеру административные санкции или передать дело в суд, который может назначить уголовное наказание в виде лишения свободы на срок до 10 лет и штрафа до 2,5 млн долл.<sup>29</sup>

Нарушение требования обязательного раскрытия инсайдерской информации влечет для компаний не только материальные расходы в виде штрафов, но и моральный ущерб, заключающийся в потере деловой репутации, а так же лица ответственные за осуществления недобросовестных рыночных практик могут быть привлечены к уголовной ответственности с наказанием в виде лишения свободы.

Нельзя не отметить, что по закону США «О фондовых биржах» 1934 г. предусмотрена выплата в размере 10% незаконно полученной инсайдером прибыли лицу, которое предоставило информацию, позволившую привлечь нарушителя к ответственности. Такая мера не была перенята у США Россией, однако, кажется, что это было бы целесообразным и позволило бы повысить раскрываемость подобного рода нарушений в связи с наличием подобной системы поощрения информаторов.

Если сравнивать полномочия государственных функций Банка России и функций SEC, то можно сказать ЦБ РФ должны быть предоставлены полномочия, аналогичные тем, что обладает SEC, которые так или иначе, выполняются на сегодняшний день другими государственными органами в России, что затягивает применения Банком России мер по противодействию инсайду и манипулированию рынком, а также ставит под угрозу сам факт раскрытия подобных правонарушений и привлечения виновных лиц к ответственности, поскольку необходимые функции и полномочия распределены между слишком большим количеством государственных органов, а именно: законодательная

---

<sup>29</sup> О.И. Беломытцева, И.П. Супис Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Российской Федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса – 2016, август №3 (36) – с.240

функция выполняется органами законодательной власти совместно с Банком России, контроль и надзор в сфере финансовых рынков осуществляет Банк России, оперативно-розыскные мероприятия закреплены за органами внутренних дел, привлечение лиц к уголовной ответственности за прокуратурой и т.д. Такая система государственных органов по противодействию неправомерному использованию инсайдерской информации имеет ряд недостатков. Одним, пожалуй, из самых главных недостатков является факт того, что для расследования биржевых преступлений все привлеченные к такому расследованию уполномоченные лица обязаны разбираться в биржевой торговле, а соответственно должны обладать необходимым уровнем знаний и навыков, минимальный объем которых, пожалуй, можно приравнять к тем требованиям, которые предъявляются Банком России к соискателю для успешной сдачи базового экзамена специалиста финансового рынка.

#### **§ 4. Практика противодействия рыночному злоупотреблению**

Как было сказано ранее, выявление факта осуществления недобросовестной рыночной практики, а тем более его доказуемость является невероятно сложной задачей, как и любые действия направленные на мошенничество, в силу высокой латентности такого рода преступлений в связи с чем, в том числе, и был принят Приказ о раскрытии.

Статистика использования инсайдерской информации и манипулирования рынком в РФ относительно выявленных случаев неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком представлены на сайте Банка России в разделе «Финансовые рынки». За период с 2010 года по июнь 2016 года выявлено 55 подобных случаев, наиболее известными из которых являются манипулирования акциями «Роснефти» (2012–2013 годы) и «Мечела» (2013–2014 годы). Отдельные случаи выявленных сделок представлены в таблице. Статистика

Банка России позволяет сделать увидеть, что наибольшая часть раскрытий правонарушений на рынке принадлежит к манипулированию рынком примерно 96%<sup>30</sup>, что позволяет говорить об отсутствии наработанных эффективных инструментов и способов для выявления инсайда и о недостаточной, на сегодняшний день квалификации сотрудников Банка России.

При исследовании раздела о противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулировании рынком на официальном сайте Банка России по адресу: [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru), можно увидеть, что регулятор осуществляет надзор исключительно за сделками с ценными бумагами, игнорируя сделки на товарных и валютных биржах, что можно отнести к недостаткам правовой российской системы регулирования и контроля биржевых сделок.

В последние 2 года достаточно часто можно встретить новости о случаях манипулирования паями инвестиционных фондов, что является достаточно логичным, так как на бирже в внебиржевых рынках можно наблюдать рост предложений паев инвестиционных фондов, а также в связи с тем, что инвестиционные фонды гораздо слабее с точки зрения возможности влияния на появление той или иной информации на тех же самых биржевых рынках в отличие от более крупных эмитентов осуществляющих выпуск акций и облигаций.

Одним из самых крупных фактов манипулирования рынком, установленным за последние 5 лет, является случай от 20 декабря 2012 года. В этот день на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» в связи с информацией, размещенной в сети «Интернет», о том, что дочернее предприятие АВТОВАЗа ООО «Лада Фаворит» планирует выкупать свои акции, по цене, превышающую рыночную на 63%. В связи с данным сообщением за один час курсовая стоимость акций выросла на 25% и вызвала огромный ажиотаж на рынке ценных бумаг, позже АВТОВАЗ опроверг данное сообщение, что вернуло стоимость акций дочернего

---

<sup>30</sup> Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком [Электронный ресурс] // Банк России. Официальный сайт. URL: [http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=inside\\_detect](http://cbr.ru/finmarkets/?PrtId=inside_detect)

предприятия практически на прежний уровень (общий прирост курсовой стоимости акции на тот день составил 2,43%). В следствие проверки, проведенной ФСФР, было установлено, что распространение ложной информации было организовано группой юридических и физических лиц, с целью продажи акции ООО «Лада Фаворит» по несправедливо завышенной цене, в связи с чем иные участники рынка понесли убытки в виде разницы цены акций, которая сложилась в рамках естественных рыночных условий и той, что образовалась путем распространения заведомо ложной информации.

Поскольку российская судебная практика скудна с точки зрения значимых для нашей правовой системы и юридической науки дел о рыночном злоупотреблении предлагаю рассмотреть в комплексе ряд американских дел, оказавших большое влияние на законодательство об инсайте, против инсайдеров, а именно: *Cady Roberts & Co.* 40 S.E.C. 907 (1961), *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* 404 U.S. 1005 (1971), *Chiarella v. United States*, 445 U.S., *Dirks v. United States*, 463 U.S. (1983).

Указанные выше дела сделали новый виток в нормативно-правовом регулировании относительно привлечения к ответственности за использование и распространение инсайдерской информации.

При анализе вышеуказанных дел можно проследить изменения в позиции судов в отношении вопроса о привлечении к ответственности за предоставление или использование инсайдерской информации. Если изначально (Дело: *Cady, Roberts & Co.* 40 S.E.C. 907 (1961)) считалось, что инсайдером является лицо, которое прямо или косвенно получает доступ к информации, которая предоставляется ему исключительно в корпоративных целях, но не для получения личной выгоды кем бы то ни было, а также при возникновении такой несправедливой ситуации, когда одна сторона приобретает какие-либо преимущества, владея указанной информацией, осознавая при этом, что информация неизвестна и недоступна ее контрагенту. Впоследствии судебная практика стала постепенно отклоняться от данной точки зрения. В деле *SEC v.*

Texas Gulf Sulphur Co. 404 U.S. 1005 (1971)<sup>31</sup> суд принял позицию по вопросу об инсайдерах, высказанную в деле № 907 от 1961 года, но с некоторыми изменениями, которые заключались в том, что теперь под ответственность за нарушения законодательства об инсайте несли не только лиц, получившие доступ исходя из отношений с контрагентом (трудовой, гражданский договоры), но и лица, получившие информацию из иных источников, например, вторичных инсайдеров. Суд обосновал настоящую позицию тем, что существо правонарушения заключено в использовании информационного преимущества перед другими участниками торговли.

Далее в деле *Chiarella v. United States*, 445 U.S.<sup>32</sup> судебная практика сделала новый поворот, который заключался в том, что суд отменил позицию о том, что ответственность за инсайд несут люди, которые по своему статусу не являются инсайдерами, обосновав свой вывод тем, что: «фидуциарная обязанность применительно к инсайдерской торговле должна иметь более узкое применение. В соответствии с данным подходом Правила 10b5-1 и 10b5-2 запрещают торговлю на основе неопубликованной информации только в том случае, когда инсайдер несет обязанность по раскрытию информации в силу отношений между сторонами сделки».

В деле *Dirks v. United States*, 463 U.S. (1983) была введена новая категория инсайдеров –временные инсайдеры. Под данными лицами признавались лица, которые не являются корпоративными инсайдерами, но «...находящихся в особых конфиденциальных отношениях с компанией в связи с ведением своего бизнеса. Такие лица получают доступ к информации исключительно в корпоративных целях»<sup>33</sup>. Таким образом, нормы об ответственности стали применяться к консультантам, юристам и любым другим посторонним лицам, находящимся в фидуциарных отношениях с акционерами и эмитентами.

---

<sup>31</sup> SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968) [Электронный ресурс] // URL: <http://openjurist.org/446/f2d/1301/securities-and-exchangecommission-v-texas-gulf-sulphur-company>

<sup>32</sup> *Chiarella vs United States*, 445 US 222 (1980) [Электронный ресурс] // URL: <http://supreme.justia.com/us/445/222/case.html>

<sup>33</sup> *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 643 (1983) [Электронный ресурс] // URL: <http://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/463/646.html>

Практика и законодательство Российской Федерации придерживается аналогичных выводов в отношении субъектов, привлекаемых к ответственности за использование инсайдерской информации. То есть, неважно откуда лицу стала известна информация, дающая ему преимущество перед остальными участниками финансового рынка, неважны мотивы использования (корыстные или бескорыстные), за сам факт использования такой информации лицо может быть привлечено к ответственности, поскольку существо правонарушения заключено в использовании информационного преимущества перед другими участниками торговли, а не в целях использования.

## **§ 5. Тенденции развития мер, направленных на противодействие рыночному злоупотреблению**

На основании предыдущих параграфов можно сделать вывод, что система противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в РФ работает неудовлетворительно, что объясняется:

- сравнительной «молодостью» Закона об инсайте, и как следствие отсутствием массовой правоприменительной практики; ограниченными функциями и полномочиями регулятора в плане выявления инсайда и манипулирования в сравнении с аналогичными зарубежными институтами;
- отсутствием инструментария и опыта в плане выявления инсайда и недостаточной квалификацией сотрудников Банка России, следователей, экспертов, судей, прочих специалистов;
- отсутствием специализированного органа либо НКО в системе противодействия инсайду и манипулированию.

Следует отметить, что в последние три года имели место позитивные изменения законодательства, направленные на стимулирование инвестиций в ценные бумаги. Речь, в частности, идет о реформировании порядка выплаты



дивидендов, введении инвестиционных налоговых вычетов. Таким образом, противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком должно логичным образом дополнять развитие культуры инвестирования и формирования слоя отечественных инвесторов.

При изучении раздела на официальном сайте Банка России можно увидеть динамику роста по количеству раскрытых фактов осуществления участниками бирж недобросовестных рыночных практик. В настоящее время известны инициативы Банка России, направленные на повышение эффективности выявления случаев использования инсайдерской информации и манипулирования рынком, такие как право на запрос конфиденциальной информации у операторов сотовой связи, интернет провайдеров лиц, подозреваемых в рыночном злоупотреблении, по решению суда, совместная разработка Банка России и крупных профессиональных участников рынка ценных бумаг методики оценки сделок для выявления сделок, совершенных с использованием инсайдерской информации или в целях манипулирования рынком при взаимодействии всех заинтересованных участников финансовых рынков.

Также хотелось бы затронуть вопрос о том, что в число инсайдеров включены федеральные органы исполнительной власти, исполнительные органы государственной власти субъектов Российской Федерации, органы местного самоуправления, их руководители, государственные и муниципальные служащие, имеющие доступ к инсайдерской информации, а также Банк России. С другой стороны, из-под действия закона выведены «операции с финансовыми инструментами в целях управления государственным долгом», проводимые госорганами, а также осуществление Центробанком единой государственной денежно-кредитной политики, защита и обеспечение устойчивости рубля. При такой формулировке законодательной нормы крайне затруднительно отделить инсайдерскую информацию, «связанную с...», от просто инсайдерской информации. Если работа должностного лица каким-то образом связана с процессом управления государственным долгом, то он может беспрепятственно разглашать или использовать инсайдерскую информацию и манипулировать

рынком не только в целях, определяемых его должностными инструкциями.<sup>34</sup> Такое предположение весьма обоснованно, на мой взгляд в отношении облигаций федерального займа, распространяемых среди любых участников фондовых рынков, а также в отношении так называемых «народных» облигаций федерального займа, распространяемых через банки.

Анализируя практику применения механизма противодействия манипулированию рынком ценных бумаг и использованию инсайдерской информации, важно учитывать и мнения непосредственных участников фондового рынка. Так региональный представитель Baker & McKenzie Макс Гутброд отмечает, что, несмотря на очевидную целесообразность принятия подобного законодательства, нынешние условия, в которых ведется борьба с инсайдерами, нуждаются в дополнительной оптимизации и более тщательном регулировании. По мнению М. Гутброда, отечественному рынку ценных бумаг имеет смысл учесть опыт Евросоюза, где одновременно с разработкой антиинсайдерского законодательства на протяжении десяти лет создавалась и соответствующая правовым нормам инфраструктура.<sup>35</sup>

Также в доктрине неоднократно обращали внимание на некомпетентность судов в вопросах, связанных с фондовым рынком. Как показывает практика, судьи зачастую принимают сторону физического лица только из-за того, что считают его менее защищенным по сравнению с профессиональным участником рынка. Районный судья не владеет категориями, касающимися фондового рынка, ему трудно разобраться в сложных обстоятельствах незнакомой ему сферы правоотношений, что приводит к неправильным решениям в делах, связанных со взысканием убытков, которые понесли пострадавшие из-за использования правонарушителями инсайдерской информации.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> М.В. Воробьева Конфликт интересов на государственной гражданской службе // Административное право и процесс. 2012. N 9.

<sup>35</sup> Е.В. Анищенко Проблемы противодействия применению инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг в России [Электронный ресурс] // <http://xn----7sbaj7auwnffhk.xn--p1ai/article/4178> (Дата обращения: 15.03.2017)

<sup>36</sup> Я.М. Миркин, И.В. Редькин Борьба с правонарушениями на зарубежных фондовых рынках: законодательство и практика // М.: МРО ФКЦБ РФ. Финансово-деловой дом «Деловой экспресс», 2012

Главным же недостатком законодательства необходимо назвать минимизацию ответственности регулирующих органов и их сотрудников, возможный инсайд от которых представляет сегодня наиболее серьезную опасность, то же самое можно сказать и про профессиональных участников финансового рынка, так как профучастники не преследуются за использование инсайда в случаях, когда операции были совершены по поручению другого лица. Но, в тоже время, аннулирование или приостановка всех типов лицензий у профучастников, при совершении сделок с использованием инсайда возможно только тогда, когда будет доказано, что они предприняли не все возможные действия по предотвращению подобных нарушений, что является практически невозможным на сегодняшний день.

Хотелось бы отметить, что выявление факта манипулирования рынком, а тем более его доказуемость является невероятно сложной задачей, как и любые действия направленные на мошенничество, поэтому 19.05.2011 приказом ФСФР были приняты методические рекомендации № 11-21/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по установлению критериев существенного отклонения от цены ликвидных ценных бумаг» в котором содержатся признаки в соответствии с которыми есть основания предполагать о направленности действий участника рынка ценных бумаг на искусственное воздействие на цены на фондовой бирже.

Ежегодно ЦБ РФ выявляет 5-6 крупных фактов манипулирования на рынке ценных бумаг. Исходя из анализа опубликованных сведений, наиболее распространенными методами спекулянтов для манипуляции рынком являются распространение ложной информации в СМИ и одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, существенно отличным от рыночных.

Исходя из анализа опубликованных ЦБ РФ сведений, наиболее распространенными методами спекулянтов для манипуляции рынком являются распространение ложной информации в СМИ и одновременное выставление

поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, существенно отличным от рыночных.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком [Электронный ресурс] // URL: [http://cbr.ru/finmarkets/?PrtlId=inside\\_detect](http://cbr.ru/finmarkets/?PrtlId=inside_detect)

### **Глава 3: Гражданско-правовые последствия для сделок, заключенных с целью манипулирования рынком ценных бумаг и торговли инсайдерской информацией**

#### **§1. Проблема доказывания рыночного злоупотребления в гражданском процессе и размера причиненных убытков**

Перед тем, как перейти к анализу гражданско-правовых последствий для сделок, совершенных с целью манипулирования и торговли инсайдерской информацией, хотелось бы отметить, что выявление факта манипулирования рынком, а тем более его доказуемость является невероятно сложной задачей, как и любые действия направленные на мошенничество, поэтому 19.05.2011 приказом ФСФР были приняты на указанные выше методические рекомендации, направленные на выявление действий, направленных на искусственное воздействие на цены на фондовой бирже. В дополнение к указанным НПА существует Приказ от 28.06.2012 N 12-49/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации, а также размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации» (Далее - Методические рекомендации о расчете убытков).

На сегодняшний вопрос о судьбе сделок, заключенных с целью манипулирования рынком или с использованием инсайдерской информации остается открытым. В ст. 7 ФЗ об инсайте говорится о том, что если действия совершаются с целью манипулирования рынком или использованием инсайдерской информации, то такой факт не является основанием для признания сделок, недействительными, совершенных в следствии осуществления незаконных действий направленных на искусственное контролирование курсовой стоимости ценных бумаг или извлечения выгоды посредством незаконного

приобретения более доминирующего положения на рынке по сравнению с другими участниками.

Но если обратиться к ГК РФ в части недействительности сделок, а именно ст. 168-170, то исходя из положений данных статей можно говорить о том, что такие у нас есть основания для признания сделок, совершенных с целью манипуляции рынком ценных бумаг и (или) использованием инсайдерской информации недействительными.

В ч.1 ст. 168 и 169 ГК РФ есть прямое указание на то, что если есть прямое указание закона, который устанавливает иные последствия нежели ГК РФ в отношении сделок, нарушающих требования закона и сделок, противных основам правопорядка и нравственности, то должна применяться специальная норма. В данном случае специальной нормой является ст. 7 ФЗ №224, в котором говорится, что манипулирование рынком и использование инсайдерской информации при совершении сделок не является основанием для признания сделок с подобным умыслом недействительными. Итак, ст. 168 и 169 ГК РФ и ст.7 ФЗ об инсайте соотносятся друг с другом, как общая и специальная норма. Но о недействительности сделок говорится и в иных статьях ГК РФ.

Рассмотрим ст. 170 ГК РФ, которая говорит о недействительности мнимых и притворных сделок. В данной статье, в отличии от ст. 168-169 ГК РФ, отсутствует указание о возможности иных последствий, кроме как признания таких сделок ничтожными. Выше мною были рассмотрены основные способы манипуляции рынком ценных бумаг, среди которых присутствуют как раз - таки сделки, направленные на сокрытие настоящего владельца тех или иных ценных бумаг.

Например, паркинг, такой вид манипуляции является фиктивной сделкой, с целью сокрытия настоящего собственника ценных бумаг, то есть по договору купли-продажи мы передаем ценные бумаги приобретателю, но при накоплении необходимого количества ценных бумаг, приобретатель их передает настоящему собственнику на тех же условиях, на которых они были переданы по первому договору купли-продажи, либо же возможен перевод акций, хотя по договору у

нас купля-продажа, а следовательно сделка по договору являться притворной, поскольку в связи с российским законодательством договор дарения между двумя юридическими лицами у нас невозможен. Исходя из вышесказанного можно говорить о том, что могут быть основания для признания операций ( к которым мы причисляем и сделки) совершаемые с целью манипулирования рынком ничтожными, а как следствие применять положения ст. 167 ГК РФ, но в таком случае у нас наблюдается коллизия между нормой ГК и нормой ФЗ об инсайте, поскольку отсутствует отсылка в ст. 170 ГК РФ к специальному регулированию в отношении ситуаций со мнимыми и притворными сделками.

Судебная практика так же не может ответить на вопрос о противоречии между ФЗ № 224 и ГК РФ из-за своей скудности. Существует небольшая практика в отношении инсайдерской информации: постановления ФАС Северо-Кавказского округа от 21.06.2005 по делу № Ф08-23-50/2005 и от 22.12.2006 по делу №Ф08-6305/2006. В данных актах суд приходил к выводу о том, что условия о недействительности сделки применительно только в том случае, если отсутствует специальное регулирование.

Но такие выводы суд делал в отношении ст. 168 ГК РФ, то есть в отношении той статьи, где есть отсылка к специальному регулированию, а применительно к вышеприведенной коллизии между ст.170 и ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг» ни в доктрине, ни в судебной практике ответа на сегодняшний день нет.

Логику законодателя, о непризнании сделок с целью манипулирования недействительными можно объяснить тем, что в соответствии со ст.167 ГК РФ одним из последствий признания сделки недействительной является двусторонняя реституция в натуре, а при исполнении в натуре, возместить стоимость. Данное условие представляется сложно осуществимым применительно к сфере организованных торгов на фондовых биржах, как минимум по той причине, что фондовый рынок это довольно-таки динамичный институт, и к моменту признания сделки или ряда сделок недействительными ценные бумаги могут

сменить своего владельца множество раз. А что касается возмещения стоимости, то как справедливо было отмечено В.А. Тимофеевым данный процесс так же обременен некоторыми сложностями в связи с тем, что будет присутствовать необходимость перерасчета биржевого индекса, в расчете с которого принимала участие цена ценной бумаги, в отношении которой совершалась сделка, размера чистых активов инвестиционных фондов и иных показателей, что может поставить под угрозу стабильность гражданского оборота на рынке ценных бумаг в целом.<sup>38</sup>

## **§2. Правовая природа убытков, причиненных рыночным злоупотреблением**

В соответствии с ч. 7 ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ лица, которым в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком причинены убытки, вправе требовать их возмещения от лиц, в результате действий которых были причинены такие убытки. Указанная норма характеризуется исследователями как основное новаторское положение Федерального закона № 224-ФЗ, характерное не для всех государств, принявших законы о противодействии манипулированию рынком и инсайдерской торговле.

Директива 2003/6/ЕС, являвшаяся, до недавнего времени, ключевым источником регулирования отношений, связанных с противодействием неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию на европейских рынках, не содержит положений, предоставляющих участникам рынка права самостоятельно предъявлять требования о возмещении ущерба, причиненного данными противоправными действиями. Указанное право участников рынка также отсутствует в законодательствах практически у всех государств — участников Европейского союза.

---

<sup>38</sup> Емельянова Е.А. Манипулирование информацией на рынках – 91 с.



В ряде государств зарубежных государств установлена отдельная гражданско-правовая ответственность за нарушение норм о запрете на неправомерное использование инсайдерской информации. В США, например, расчет убытков составляет разницу между выручкой, полученной за сделку с ценными бумагами до раскрытия инсайдерской информации и пиковой стоимостью ценной бумаги в период выявления стоимости ценной бумаги

Вопрос о гражданско - правовой ответственности за причинение убытков третьим лицам вследствие манипулирования рынком и (или) использованию инсайдерской информации решен в ч.7 ст.7 ФЗ №224, в соответствии с данной статьей, все лица, которым были причинены убытки, имеют право требовать их возмещения. Стоит отметить, что право требования убытков возникает только у лиц, которые не состояли в договорных отношениях с манипулятором по поводу осуществления противоправных действий по искусственному контролю курсовой стоимости ценных бумаг.

Таким образом можно сказать, что гражданско - правовая ответственность при рыночное злоупотребление, объединяющее в себя как манипулирование рынком, так и использование инсайдерской информации, исходит из противоправных действий, в следствии которых были причинены убытки то можно говорить о том, что при взыскании убытков действия виновных лиц надо классифицировать как деликт.

Наиболее распространенным составом рыночного злоупотребления в качестве деликта является наличие следующих условий: наличие вреда, противоправность деяния, наличие причинно - следственной связи между деянием и вредом, вина правонарушителя.<sup>39</sup> В юридической литературе, на сегодняшний день, присутствует спор о том, обязательно ли наличие всех четырех условий для рыночного злоупотребления для привлечения к деликтной ответственности или же достаточно только ряда признаков. Представляется, что причинение вреда, противоправные действия нарушителя и причинно - следственная связь между данными фактами не могут являться самостоятельными

---

<sup>39</sup> В.А. Тархов Ответственность по советскому гражданскому праву – с.34

условиями при привлечении к деликтной ответственности и оцениваются в совокупности. В таком случае необходимо поставить вопрос о обязательности наличия вины правонарушителя при решении вопроса о привлечении к гражданско - правовой ответственности. Если обратить внимание на смысл ст.5 ФЗ об инсайте, то исходя из положений указанной статьи можно сделать вывод о том, что правонарушители должны иметь умысел на осуществление действий с целью использования информации для контроля и изменения стоимости ценных бумаг. Данный вывод подтверждается далее в ч.2 ст.7 ФЗ №224, где говорится о том, что если лицо не знало и не должно было знать о последствиях своих действий и о том, что его действия являются противоправными, то оно не несет ответственности. Исходя из анализа двух вышерассмотренных статей можно говорить о том, что для привлечения к деликтной ответственности необходимо совершение действий, направленных на рыночное злоупотребление необходим умысел как форма вины или по крайней мере неосторожность, так как при данной форме лицо должно было предвидеть последствия своих действий. В тоже время в соответствии со ст. 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг» достаточно наличия противоправных действий, вреда и причинно - следственной связи между ними для привлечения к ответственности правонарушителей.

Доктрина тоже не имеет единого мнения на этот счет. В. Т. Смирнов и А. А. Собчак<sup>40</sup> говорили о том, что всякое применение вреда другому является противоправным. Например, распространение ложной информации, которая серьезно может повлиять на рынок и курсовые стоимости возможно совершить как с умыслом на это, так и без него, а последствия в обоих случаях могут нести серьезные убытки и нарушения прав участников рынка, то есть причинить ущерб, а как следствие действия должны признаваться противоправными, как если удастся установить наличие такой формы вины, как неосторожность.

В 1981 г. получила развитие теория незаконного присвоения информации («misappropriation theory»), поставившая во главу угла фидуциарную обязанность

---

<sup>40</sup> В.Т. Смирнов, А.А. Собчак / Общее учение о деликтных обязательствах в советском гражданском праве: учебное пособие – Л.:ЛГУ, 1983 – 66с.

лица не по отношению к инвестору-контрагенту, с которым осуществляется торговля, или к эмитенту, но к источнику инсайдерской информации. На рассмотрение суда поступило дело о трейдере, осуществлявшем торговлю ценными бумагами на основе информации, переданной клиентами, получившими переданные сведения от работодателей. Примером реализации указанной теории является серия дел *United States v. Newman*. По итогам рассмотрения одного из дел<sup>41</sup> судом был сделан вывод о том, что лицо, не имеющее фидуциарных отношений с эмитентом ценных бумаг, все же может нести ответственность за торговлю ценными бумагами на основе информации, полученной иными лицами в нарушение фидуциарных отношений. Тезис о том, что лицо, получающее специальную информацию в силу конфиденциальных или фидуциарных отношений с другим лицом, не может использовать данную информацию в целях личной выгоды, получил отражение в ряде иностранных судебных решений.

Исходя из всего вышеуказанного можно сделать вывод о том, что для привлечения к ответственности за причинение ущерба достаточно наличие трех элементов: противоправных действий, наличие ущерба у третьих лиц и причинно- следственной связи между ними.

Если говорить о возможном размере убытков, которые возможно взыскать с лиц, чьи действия можно отнести к рыночному злоупотреблению, то в п. 4.1. Методических рекомендаций о расчете убытков, установлено, что совокупный размер возмещения убытков, причиненных лицом другим лицам в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или), не может превышать размера дохода, полученного этим лицом в результате неправомерного использования инсайдерской информации, или размера убытков, которых это лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации<sup>42</sup>.

Лица, имеющие право на взыскание с лица, чье действие повлекли убытки для других инвесторов причинен, могут быть с точностью определены только

---

<sup>41</sup> *United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (1981) [Электронный ресурс] // URL: <http://openjurist.org/664/f2d/12/united-states-v-newman>

<sup>42</sup> Б.В. Татлыбаев Иск инвестора о взыскании убытков, причиненных инсайдерской торговлей: зарубежный опыт регулирования и российские перспективы // Вестник экономического правосудия РФ. 2014. N 11. С. 81 - 98

тогда, когда финансовые инструменты являются предметом внебиржевых сделок. В остальных случаях реализация права на взыскание убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации, осложнена обезличенностью правоотношений, возникающих между участниками фондовых рынков. Обезличенность состоит в том, что сделки на биржевых торгах заключаются не в ходе прямого взаимодействия между контрагентами по сделке, а путем соотношения между собой обезличенных заявок участников торгов на куплю-продажу. В этих условиях определение конкретного контрагента по конкретной же биржевой сделке является практически невозможным.

Для определения правовой природы убытков необходимо прежде всего понять, каким образом могут возникнуть убытки у третьих лиц при неправомерном использовании инсайдерской информации.

Исходя из современной практики чаще всего убытки классифицируют следующим образом:

- Неосновательное обогащение инсайдера в соответствии со ст.1102 ГК РФ, но при неосновательном обогащении требуется отсутствие правового основания на полученные денежные средства и иную материальную ответственность. В данном случае имела место сделка, которая по всем формальным признакам полностью легальна и не имеет оснований для признания ее ничтожной.

- Потери, не связанные с нарушением обязательства (ст.406.1 ГК РФ). В соответствии с п. 1 указанной статьи: «стороны обязательства, действуя при осуществлении ими предпринимательской деятельности, могут своим соглашением предусмотреть обязанность одной стороны возместить имущественные потери другой стороны, возникшие в случае наступления определенных в таком соглашении обстоятельств и не связанные с нарушением обязательства его стороной. Соглашением сторон должен быть определен размер возмещения таких потерь или порядок его определения». Но представляется, что данная статья тоже неприменима, так как обязательство инсайдера по возмещению убытков возникает вследствие причинения последнему вреда в результате неправомерного использования инсайдерской информации.

- Реальный ущерб. По данному вопросу существует позиция Е.А. Емельяновой: «Взыскание с лица, неправомерно использовавшего инсайдерскую информацию, такой разновидности убытков добросовестного инвестора, как упущенная выгода, на практике может быть сопряжено с существенными затруднениями либо вовсе окажется невозможным. Более целесообразным для ситуаций, связанных с неправомерным использованием инсайдерской информации, было бы установление в законодательстве о противодействии манипулированию рынком и неправомерному использованию инсайдерской информации изъятия из принципа полного возмещения убытков - ограничения размера убытков, подлежащих возмещению, реальным ущербом, понесенным добросовестным инвестором»<sup>43</sup>. Как указывает Я. М. Миркин, в случае совершения правонарушений, связанных с инсайдерскими сделками, реальный ущерб может состоять в частичной утрате средств, израсходованных на оплату ценных бумаг их владельцем, при приобретении ценных бумаг по ценам, завышенным в сравнении с ценами, сложившимися в результате раскрытия информации, которая была инсайдерской на момент совершения сделки.<sup>44</sup>

- Упущенная выгода. Настоящий вариант классификации убытков представляется возможным. Так как если бы оба участника обладали одинаковой информацией, то цена сделки была бы иная или совсем не состоялась бы. При анализе Методических рекомендаций можно сказать о том, что убытки в них определяются именно как упущенная выгода. Можно делать вывод о том, что в определенных случаях (убытки добросовестного участника рынка ценных бумаг представляют собой упущенную выгоду особого рода, стандарты доказывания которой существенно снижаются благодаря презумпции получения нарушителем-инсайдером дохода от неправомерного использования инсайдерской информации и презумпции равенства размера такого дохода инсайдера размеру упущенной выгоды добросовестного инвестора.<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Е.А. Емельянова Манипулирование информацией на рынках. С. 118

<sup>44</sup> Я.М. Миркин Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба. Справочник для сотрудников правоохранительных органов, М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. С. 621

<sup>45</sup> Д.Е. Богданов Триада сущности справедливости в сфере деликтной ответственности // Журнал российского права. 2013. N 7. С. 49 – 62

Убытки, причиненные добросовестному участнику фондового рынка в результате неправомерного использования инсайдерской информации и (или) манипулирования рынком, имеют особую правовую природу. В определенных случаях они могут представлять собой как реальный ущерб, так и упущенную выгоду. Основная особенность их правовой природы состоит в том, что они включают в себя определенный штрафной элемент, призванный быть дополнительной гражданско-правовой санкцией, применяемой по отношению к нарушителям-инсайдерам. На основе приведенных выше фактов можно точно сказать, что такие убытки не могут быть расценены:

во-первых, как неосновательное обогащение, потерями, не связанными с нарушением обязательства;

во-вторых, потери добросовестного инвестора фондового рынка от неправомерного использования инсайдерской информации не являются «потерями, не связанными с нарушением обязательства» по смыслу ст.406.1 ГК РФ.

Наиболее точное определение убыткам вследствие рыночного злоупотребления дал М.В. Ясус еще в 2011 году отмечал особую правовую природу убытков, причиненных правонарушениями на финансовых рынках (данные убытки именовались автором «реституционными убытками»): «Суть реституционных убытков в том, что они несоизмеримы с размером <...> ущерба, понесенного потерпевшим, поскольку применительно к рынку ценных бумаг его фактически невозможно определить. Цель реституционных убытков – наказать нарушителя и лишить его полученной или предполагаемой выгоды независимо от размера вреда, причиненного потерпевшему. Так как главной целью привлечения к финансовой ответственности недобросовестного инвестора является лишить нарушителя полученной или предполагаемой выгоды от нарушения и понудить его тем самым при любых обстоятельствах соблюдать условия договора и законодательства о ценных бумагах».<sup>46</sup> То есть предлагаемый размер к убытков ко

---

<sup>46</sup> М. В. Ясус. О новом Законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком // Вестник Высшего Арбитражного суда. 2011. № 2. С. 76.

взысканию рассчитывается по принципу всего полученного недобросовестным инвестором по сделке, при том, что сама сделка недействительной не признается и приобретенные ценные бумаги остаются в собственности пострадавшего лица. Представляется, что применение такого метода расчета может повлечь за собой чрезмерно суровое наказание для недобросовестного инвестора и чрезмерное обогащение добросовестного инвестора. По вопросам определения размера убытков более сбалансированным и справедливым следует признавать подход от ФСФР, указанный выше и данный в Методических рекомендациях.

В качестве иллюстрации, наиболее полно изображающей действующую реальность дел по взысканию убытков с лиц, осуществляющих рыночное злоупотребление предлагаю рассмотреть решение по делу *Fridrich v. Bradford*<sup>47</sup>, содержащее обширный анализ судебной практики по рассматриваемому вопросу.

Суть дела заключалась в том, что к нескольким лицам, совершившим сделки с ценными бумагами был предъявлен иск о возмещении вреда в сумме, превышающей полученную ими прибыль. Одной из особенностей дела являлось то, что иск был предъявлен инвесторами, не только не совершавшими сделки непосредственно с нарушителями, но и не продававшими и не покупавшими соответствующую ценную бумагу в период совершения соответствующего правонарушения при совершении сделок с соответствующей ценной бумагой. Истцы не смогли представить доказательств того, что использование ответчиками инсайдерской информации повлияло на курсовую стоимость акций и на решения истцов о покупке или продаже ценной бумаги. Но судом был учтен тот факт, что в период, когда истцы совершали сделки с ценной бумагой, инсайдерская информация была известна только ответчикам. Основываясь на данном факте, суд принял решение, что ответчики обязаны возместить истцам убытки. Сумма убытков была рассчитана как разница между ценой, которую каждый из истцов получил за проданные ценные бумаги в тот период, когда информация, признаваемая инсайдерской, была известна только ответчикам, и пиковой

---

<sup>47</sup> *Fridrich v Bradford*, 542 F. 2d 307, 309-311(6th Cir. 1976) [Электронный ресурс] // URL: <http://openjurist.org/542/f2d/307/fridrich-v-j-c-bradford>

курсовой стоимостью данной бумаги в течение определенного времени, с момента выявления факта использования ответчиками инсайдерской информации. Апелляционный суд не согласился подобным подходом, так как посчитал, что по данному делу такой метод расчетов убытков является несоразмерным. В зарубежной практике мнения судов неоднократно менялось, так например, в деле *Reynolds v. Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>48</sup> Суд принял решение об обязанности истца доказывать наличие причинно-следственной связи между действиями инсайдера и убытками соответствующего заявителя, так как само нарушение норм о запрете инсайдерской торговли еще не означает, что его действия причинили убытки конкретному инвестору.

---

<sup>48</sup> SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968) [Электронный ресурс] // <http://openjurist.org/446/f2d/1301/securities-and-exchangecommission-v-texas-gulf-sulphur-company>



#### **Глава 4: Способы улучшения законодательства в рамках борьбы с использованием инсайдерской информации.**

На сегодняшний день правовое регулирование всегда сводится к оценке правовых средств с точки зрения их эффективности. В отношении рынка ценных бумаг и сопряженных с ним правоотношений законодатель предпочел пойти императивным методом путем установления четких и регламентированных запрещающих, разрешительных и обязующих норм иначе говоря законодатель пошел по пути лимитирования участников финансовых рынков. Исходя из текущих реалий и состояния финансового рынка в РФ мною было решено рассмотреть несколько предложений по улучшению финансового рынка в вопросах противодействия рыночному злоупотреблению.

А.В. Малько предлагает стимулирующий способ, который заключается в установлении стимулов, которые направлены на то, чтобы побудить к правополезному поведению и создать режим благоприятствования для удовлетворения интересов субъектов.

Важнейшими правовыми стимулами А.В. Малько называет субъективные права, поскольку в них заложены определенные возможности субъекта, связанные с удовлетворением его интересов. Так, юридически обеспеченная обязанность инсайдеров по раскрытию инсайдерской информации свидетельствует о наличии у инвесторов субъективного права на эту информацию, которое выполняет обеспечительную функцию для реализации его прав в рамках гражданско-правовых отношений на организованном рынке.<sup>49</sup> При этом реализация прав связывается с удовлетворением имущественного интереса участника финансового рынка, в получении выгод от совершения сделок с финансовыми инструментами на основе полной, достоверной информации.

---

<sup>49</sup> А.В. Малько Стимулы и ограничения в праве. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юрист, 2005. С. 24.

Стимулы в виде правовых льгот, поощрений, привилегий в правовом режиме инсайдерской информации не представлены, между тем смещение акцентов в пользу «правосвободных» средств крайне желательно в любой сфере права.<sup>50</sup> Бесспорно, что одним из наиболее действенных правовых стимулов является поощрение.

Применительно к информационно-психологическому воздействию поощрений на правополезное поведение инсайдеров в виде своевременного раскрытия инсайдерской информации необходимо подчеркнуть, что степень инвестиционной привлекательности финансовых инструментов, оценка деловой репутации инсайдеров прямо пропорциональны степени раскрываемости инсайдерской информации. Поэтому стоит подумать о внедрении на внутригосударственном уровне системы стимулов-поощрений в виде создания индекса информационной прозрачности российских компаний в части раскрытия инсайдерской информации.

Закрепление поощрений в рамках исследуемых правоотношений следует осуществлять с учетом принципов дифференциации и индивидуализации правового регулирования. Адресатами поощрений в первую очередь должны стать инсайдеры, ибо главной задачей правового стимулирования является создание мотивации на социально полезное поведение у тех, кто обладает информацией и искушен в ее использовании в корыстных целях. Как говорит А.В. Малько: «стимулирование должно исключить приоритет личного интереса и создать такую благоприятную ситуацию, когда лицо осознанно предпочтет правомерное поведение. Правовой стимул только тогда становится побудительной силой, когда затронет интерес субъекта и превратится в мотив. Поэтому стимулирование должно быть дифференцировано в зависимости от вида «фидуциарного отношения», в рамках которого инсайдер осуществляет свою деятельность. Например, интерес доверительного управляющего ценными бумагами получить за свои услуги высокое вознаграждение должен блокировать

---

<sup>50</sup> А.В. Малько Стимулы и ограничения в праве С. 212 - 228

или минимизировать противозаконный интерес воспользоваться инсайдерской информацией доверителя.».

Как уже было обозначено, обязанность раскрывать инсайдерскую информацию исполняется не иначе как под воздействием принуждения (в ином случае нарушителю грозит взыскание административного штрафа). К сожалению, в условиях российской действительности большинство юридических обязанностей исполняется не иначе как в силу принуждения, «под страхом наказания». Закономерно возникает вопрос: почему бы не создать эффективную систему поощрений, способных отразиться на осознании субъектом того, что его определенные правомерные и «сверхправомерные» действия послужат в конечном итоге удовлетворению его же собственных интересов и обеспечат получение определенных благ.

Необходимо отметить некоторые стимулы, используемые для пресечения инсайдерской деятельности в других государствах, заимствование которых в нашу правовую систему могло бы благоприятно сказаться на добросовестности инвесторов на финансовых рынках. Так, в § 21А Закона США «О торговле ценными бумагами» 1934 г. содержится норма о вознаграждении лиц, предоставивших информацию о фактах инсайдерской деятельности. Регламент N 596/2014 Европейского парламента и Совета Европейского союза «О злоупотреблениях на рынке» также закрепил норму о вознаграждении информаторов. Подобное поощрение, представляется, может стать определенным стимулом для содействия в выявлении инсайдерских сделок. Ценность же правового стимула в рассматриваемых отношениях заключается в том, чтобы вызвать положительную мотивацию у инсайдеров, выраженную в избрании ими правомерной деятельности.

В процессе правового воздействия на инсайдерскую деятельность проявляется функциональная взаимосвязь и взаимное обеспечение правовых стимулов и ограничений. Так, воплощение правовых стимулов в виде субъективных прав инвесторов на информацию нельзя реализовать без исполнения инсайдерами обязанностей по раскрытию информации.

Преобладающее количество правовых ограничений в сфере противодействия инсайдерской деятельности характеризует правовой режим инсайдерской информации как ограничительный. Это свойственно многим сферам, где в правовой регламентации доминируют приемы императивного метода, на что неоднократно обращалось внимание в юридической доктрине.

Что касается вопросов о взыскании убытков, то наиболее верной представляется позиция М. В. Ясуса, который полагает, что при рассмотрении соответствующих требований о возмещении ущерба должен приниматься во внимание особый экономический характер биржевых сделок, ввиду чего общие правила доказывания убытков должны быть облегчены или изменены. Данное утверждение вполне обоснованно, поскольку в противном случае положения ст. 7 Федерального закона № 224-ФЗ о возмещении убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации, останутся мертвой нормой, неприменимой на практике. Представляется, что изменение общих правил возмещения убытков применительно к рассматриваемой ситуации может заключаться в освобождении добросовестных инвесторов от доказывания наличия каузальной связи между неправомерным использованием инсайдерской информации и причиненными им убытками. Каков же должен быть круг лиц, имеющих право требовать возмещения убытков?

В рамках развития системы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в РФ следует предложить следующие мероприятия: развитие системы контроля за операциями на организованных рынках. Данная мера должна реализовываться при участии Банка России, организаторов торговли, СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг; создание самостоятельной организации в рамках биржевой группы, возможно имеющей статус некоммерческой организации (для предотвращения конфликта интересов) или государственного органа, подобного Росфинмониторингу и наделение рядом полномочий, таких как: право отдавать бирже и профессиональным участникам (брокеры, депозитарии) указания о безмотивной блокировке сделки на период расследования подозрительных

сделок, проведение расследований, право требования предоставления информации о подозрительной сделке и ее участниках; пропаганду прозрачности биржевой торговли, в том числе создание механизма заинтересованности организаторов торговли и профучастников; повышение знаний сотрудников правоохранительных органов в области биржевых сделок и выявления и расследования фактов рыночного злоупотребления.

Как правило, профессиональные требования, предъявляемые к сотрудникам профучастников, равно как и их заработная плата, выше аналогичных показателей сотрудников Банка России и бирж, что непосредственно способствует неэффективной работе регулирующих органов. Государственный сектор в российской экономике составляет около 50%, а по некоторым отраслям до 73% (транспорт). В соответствии с этим государственные органы занимают особое место в вопросе противодействия неправомерному использованию недобросовестных рыночных методик. Нельзя отрицать и случаи, когда они являются субъектами инсайдерской торговли. Это обстоятельство придает особую значимость инсайдерской торговле как экономической угрозе государства.<sup>51</sup>

Если в зарубежных странах инсайдерской торговлей занимаются в основном участники финансовых рынков, то в России такими субъектами не редко являются чиновники, которые имеют все необходимые для этого связи и полномочия по получению информации, а не брокеры. Учитывая эту особенность, борьба с рыночным злоупотреблением невозможна обособленно от борьбы с коррупцией. Следовательно, подразделения, занимающиеся противодействием неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком должны обладать инструментами, обеспечивающими борьбу с коррупцией, как в системе государственных органов, так и внутри самого субъекта.

Особенностью инсайдерской торговли и манипулирования рынком в России является наказание за данные виды правонарушений. На сегодняшний

---

<sup>51</sup>Т.Ч. Ахмедов Методы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в системе обеспечения экономической безопасности государства// дис...кандидата экономических наук., Санкт-Петербург. С. 64.

момент за инсайдерскую торговлю лицо несет уголовную ответственность, однако введена она федеральным законом № 224-ФЗ в уголовный кодекс лишь с лета 2013 года. Манипулирование рынком наказываться штрафом, максимальный размер которого составляет один миллион рублей или лишением свободы на срок до 7 лет. Неправомерное использование инсайдерской информации наказывается аналогичным штрафом или лишением свободы на срок до 6 лет. Особенность состоит в том, что размер наказания на взгляд многих ученых не сопоставим с получаемой выгодой. Еще хуже обстоит дело с применением данных норм на практике. Например, Мещанский районный суд Москвы установил, что с апреля по май 2011 года государственный налоговый инспектор отдела камеральных проверок ИФНС № 1 по Москве Алексей Ледовских незаконным способом собрал и распространил сведения, составляющие налоговую тайну, в отношении 306 коммерческих организаций. При этом подсудимый был признан виновным в совершении преступлений, предусмотренных статьей УК «Незаконный сбор сведений, составляющих налоговую тайну», и суд назначил Ледовских наказание в виде штрафа в размере 15 000 рублей и лишение права занимать должности на государственной службе в системе налоговых органов сроком на один год.<sup>52</sup>

Указанные проблемы и их возможные улучшения не являются исчерпывающим списком проблем, связанных с борьбой рыночным злоупотреблением на рынке ценных бумаг не являются исчерпывающими.

Таким образом, можно говорить, что система противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в РФ работает неудовлетворительно, что объясняется: сравнительной законодательства и выработанных мер по борьбе с манипулированием рынком и использованием инсайдерской информации, отсутствием массовой правоприменительной практики; ограниченными функциями и полномочиями регулятора в плане выявления фактов осуществления недобросовестных рыночных практик по сравнению с аналогичными зарубежными институтами;

---

<sup>52</sup> Ахмедов Т.Ч. Методы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в системе обеспечения экономической безопасности государства. дис. ...кандидата экономических наук., Санкт-Петербург – С. 63

отсутствием наработанного эффективного инструментария и опыта для выявления применения инвесторами недобросовестных рыночных практик, недостаточной квалификацией сотрудников осуществляющих на сегодняшний день выявление и раскрытие преступлений в сфере использования инсайдерской информации и манипулирования рынком; отсутствием специализированной организации в системе противодействия инсайду и манипулированию, так как существующие на сегодняшний день «НАУФОР», Банк России и иные организации и государственные органы такими назвать нельзя.

## Заключение

В работе были рассмотрены следующие аспекты: понятие виды и способы рыночного злоупотребления (манипулирование рынком и торговля и использование инсайдерской информации); проблемы противодействия рыночному злоупотреблению; гражданско-правовая ответственность за рыночное злоупотребление.

В ходе работы были выявлены такие пробелы в регулировании рынка ценных бумаг, как вопрос об обязательности наличия умысла на обогащение, поскольку как было сказано выше рыночное злоупотребление может осуществляться с непосредственным умыслом на обогащение, так и с целью донести соответствующую информацию до неопределенного круга лиц без цели обогащения.

На сегодняшний день можно говорить о том, что система противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в РФ работает неудовлетворительно, что объясняется: сравнительной молодостью законодательства, направленного на регулирование, выявление и раскрытие правонарушений, связанных с использованием инсайдерской информации и манипулированием рынком, и ее следствием – отсутствием массовой правоприменительной практики; ограниченными функциями и полномочиями регулятора в плане выявления использования инвесторами недобросовестных рыночных практик по сравнению с аналогичными зарубежными институтами; отсутствием наработанного и эффективного инструментария и опыта в плане выявления инсайда и недостаточной квалификацией сотрудников осуществляющих деятельность по раскрытию и расследованию случаев рыночного злоупотребления; отсутствием специализированной организации в системе противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком, наподобие



Росфинмониторинга, занимающегося вопросами противодействия легализации денежных средств, полученных незаконными способами.

Но также можно увидеть и тенденции в развитии соответствующего законодательства и противодействия использованию недобросовестных рыночных практик, о чем свидетельствует количество раскрытых фактов рыночного злоупотребления на сайте Банка России в разделе противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком.

В рамках развития системы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в РФ следует предложить следующие мероприятия: 1) развитие системы контроля за операциями на организованных рынках, при участии Банка России, организаторов торговли, специализированной организации или государственного органа по противодействию недобросовестным рыночным практикам, крупных участников (инвесторов) рынка ценных бумаг, профессиональных участников рынка ценных бумаг (депозитарии, брокеры, клиринговые организации); 2) осуществлять ежегодное совершенствование, разработку и внедрение новых методик и критериев для выявления сделок, совершенных с использованием недобросовестных рыночных практик; 3) повышение статуса биржи и наделение рядом полномочий, для проведения самостоятельных расследований по факту нарушения законодательства о запрете использования инсайдерской информации и манипулирования рынком; 4) создание организации или государственного органа, чьим основным направлением будет обнаружение, блокировка и раскрытие сделок, которые были совершены с использованием недобросовестных рыночных практик; создание механизма заинтересованности организаторов торговли и профучастников; не противодействия инсайду и манипулированию, например, по обмену информацией с биржами, проведению совместных проверок профучастников;

Так же хотелось бы отметить тот факт, современное законодательство нуждается в более гибком регулировании в отношении рынка ценных бумаг и

сопряженных с ним правоотношений, так как императивное регулирование не должно быть единственным, они слишком жестко, с точки зрения установления обязанностей и запретов для носителей инсайдерской информации, либо лицо осуществляющих манипулирование рынком, но в тоже время слишком «мягкое» по части ответственности и взыскания убытков, поскольку коллизия между нормами ГК РФ и федеральными законами регулируемыми правоотношения в сфере организованных торгов на фондовых биржах, а именно возможности или невозможности признания сделок исходящих из манипулирования рынком недействительными, поскольку законодатель решил использовать формулировку о том, что факт манипуляции не является основанием для признания сделки недействительной и установил ограничения на признания сделок недействительными только в отношении сделок, признаваемых таковыми в соответствии со ст.168-169 ГК РФ, но не учел иных оснований недействительности, таких как притворные, мнимые сделки, которые могут быть способом манипуляции.

Государство должно побудить субъектов правоотношений соблюдать установленные нормы и «играть на равных» со всеми участниками финансового рынка, предоставляя какие-либо стимулы к правомерному поведению на рынке ценных бумаг. В противном случае нельзя исключать возможности, при которой инвестор предпочтет рискнуть ради увеличения капитала, так как «игра по правилам» может не принести никакой прибыли, что не в интересах инвестора.

Для решения проблем связанных с торговлей инсайдерской информацией и манипулированием рынком ценных бумаг в первую очередь необходимо развивать среди населения культуру инвестирования и поведения на рынке ценных бумаг, возможно, разработать некий этический кодекс инвестора, задействовав в его создании ЦБ РФ, руководство бирж, профучастников рынка ценных бумаг. Противодействие неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком должно логичным образом дополнять развитие культуры инвестирования и формирования слоя отечественных инвесторов.

## Список использованной литературы

1. Нормативно-правовые акты и иные официальные документы:
  - 1.1. Международные нормативно-правовые акты и иные официальные документы:
    - 1) Регламент N 596/2014 Европейского парламента и Совета Европейского союза «О злоупотреблениях на рынке» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
    - 2) Директива № 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета Европейского Союза «Об использовании инсайдерской информации в процессе торгов и манипулировании рынком (рыночных махинациях)» (утратил силу с 3 июля 2016 г.) // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
    - 3) Регламент Европейского парламента и Совета Европейского Союза № 596/2014 «О злоупотреблениях на рынке и об отмене Директивы 2003/6/ЕС Европейского парламента и Совета ЕС и Директив 2003/124/ЕС, 2003/125/ЕС и 2004/72/ЕС Европейской комиссии») // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
  - 1.2. Нормативно-правовые акты и иные официальные документы Российской Федерации:
    - 4) Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 05.05.2014, с изм. от 23.06.2014) (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2014) // Российская газета, № 238-239, 08.12.1994 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
    - 5) Федеральный закон от 27 июля 2010 г. № 224-ФЗ: (в ред. от 21 июля 2014 г. № 218-ФЗ) «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

- 6) Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39 «О рынке ценных бумаг» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 7) Федеральный закон от 29 июля 2004 г. №98 «О коммерческой тайне» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 8) Указание Банка России от 11.09.2014 № 3379-У «О перечне инсайдерской информации лиц, указанных в пунктах 1 - 4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 9) Указание Банка России от 28.12.2015 № 3921-У «О составе, объеме, порядке и сроках раскрытия информации профессиональными участниками рынка ценных бумаг» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 10) Приказ ФСФР РФ от 24.05.2011 №11-22/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по утверждению органами и организациями, указанными в пункте 9 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации», нормативных актов, содержащих исчерпывающие перечни инсайдерской информации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 11) Приказ Федеральной антимонопольной службы от 25 ноября 2011 г. № 825 «Об утверждении Порядка доступа к инсайдерской информации и правил охраны ее конфиденциальности и Правил контроля за соблюдением федеральными государственными гражданскими служащими (инсайдерами) ФАС России требований законодательства в сфере противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 12) Приказ ФСФР России от 19.05.2011 № 11-21/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по установлению критериев существенного

- отклонения от цены ликвидных ценных бумаг» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 13) Приказ ФСФР России от 28.02.2012 № 12-9/пз-н «Об утверждении Положения о порядке и сроках раскрытия инсайдерской информации лиц указанных в пунктах 1-4, 11 и 12 статьи 4 Федерального закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 14) Приказ ФСФР России от 28 августа 2012 г. № 12-76/пз-н «Об утверждении Перечня информации, относящейся к инсайдерской информации Федеральной службы по финансовым рынкам» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 15) Приказ ФСФР от 12.07.2012 № 12-61/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по установлению критериев существенного отклонения цены на иностранную валюту» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 16) Приказ ФСФР от 28.06.2012 № 12-49/пз-н «Об утверждении Методических рекомендаций по расчету размера дохода или суммы убытков, которых лицо избежало в результате неправомерного использования инсайдерской информации, а также размера возмещения убытков, причиненных в результате неправомерного использования инсайдерской информации» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 17) Приказ ФСФР России от 18.06.2013 № 13-51/пз-н «Об утверждении положения о порядке уведомления лиц об их включении в список инсайдеров и исключении из такого списка, положения о порядке передачи списков инсайдеров организаторам торговли, через которых совершаются операции с финансовыми инструментами, иностранной валютой и (или) товаром, положения о порядке и сроках направления инсайдерам уведомлений о совершенных ими операциях» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».

- 18) Постановление Конституционного Суда РФ от 27.04.2001 г. № 7-П «По делу о проверке конституционности ряда положений Таможенного кодекса Российской Федерации в связи с запросом Арбитражного суда города Санкт - Петербурга и Ленинградской области, жалобами открытых акционерных обществ " АвтоВАЗ" и "Комбинат "Североникель", обществ с ограниченной ответственностью "Верность", "Вита - Плюс" и "Невско - Балтийская транспортная компания", товарищества с ограниченной ответственностью "Совместное российско - южноафриканское предприятие "Эконт" и гражданина А.Д. Чулкова» // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 1.3. Нормативно-правовые акты и иные официальные документы иностранных государств:
- 19) Закон США о Фондовых биржах от 1934 г. ( Securities Exchange Act 1934) [Электронный ресурс] / Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США. // Режим доступа://www.sec.gov/about/laws.shtml (Дата обращения: 05.03.2017).
- 20) Правила Комиссии по ценным бумагам США 10b5-1 и 10b5-2 (Rules 10b5-1, 10b5-2) [Электронный ресурс] / Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США. // Режим доступа://www.sec.gov/about/laws.shtml (Дата обращения: 05.03.2017).
2. Материалы судебной практики:
- 2.1. Материалы судебной практики Российской Федерации:
- 21) Постановление ФАС Московского округа от 12 марта 2014 г. N Ф05-1622/2014 по делу N А40-56142/13-130-551 // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 22) Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 5 мая 2014 г. N 09АП-8322/2014 по делу N А40-153867/13// Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 2.2. Материалы судебной практики иностранных государств:
- 23) Cargil Inc. v. Hardin, 452 US 1154 (1971) [Электронный ресурс] //Режим доступа: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate->

- courts/F2/452/1154/174683/ – Загл. с экрана. – яз.англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 24) *Chiarella vs United States*, 445 US 222 (1980) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://supreme.justia.com/us/445/222/case.html>. – Загл. с экрана. – яз.англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 25) *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 643 (1983) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://caselaw.findlaw.com/us-supreme-court/463/646.html> – Загл. с экрана. – яз.англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 26) *Fridrich v Bradford*, 542 F. 2d 307, 309-311(6th Cir. 1976) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://openjurist.org/542/f2d/307/fridrich-v-j-c-bradford> – Загл. с экрана. – яз. англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 27) *General Foods Corporation v. Brannan*, 170 F/2d 220 (1948) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/170/220/1567671/> – Загл. с экрана. – яз. англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 28) *Mitchell v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 446 F.2d 90 (10th Cir. 1971) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://openjurist.org/446/f2d/90/mitchell-v-texas-gulf-sulphur-companyreynolds> – Загл. с экрана. – яз.англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 29) *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833, 848 (2d Cir. 1968) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://openjurist.org/446/f2d/1301/securities-and-exchangecommission-v-texas-gulf-sulphur-company> /– Загл. с экрана. – яз. англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 30) *United States v. Socony-Vacuum Oil Co., Inc.*, 310 US 150 (1940) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/310/150/case.html> /– Загл. с экрана. – яз. англ. (дата обращения – 01.03.2017).
- 31) *United States v. New*, 664 F.2d 12 (1981) [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://openjurist.org/664/f2d/12/united-states-v-newman> /– Загл. с экрана. – яз. англ. (дата обращения – 01.03.2017).

### 3. Специальная литература:

#### 3.1. Книги:

- 32) Емельянов А.С., Федотов В.Н., Вавулин Д.А. Комментарий к Федеральному закону «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» (постатейный) // Доступ из СПС «Консультант Плюс».
- 33) Емельянова Е.А. Манипулирование информацией на рынках.- М.: изд-во Инфотропик Медиа, 2015.- 182 с.
- 34) Малько А.В. Стимулы и ограничения в праве. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юристъ, 2005. – 250 с.
- 35) Миркин Я.М. и др. Правонарушения на финансовом рынке: выявление, анализ и оценка ущерба. Справочник для сотрудников правоохранительных органов / Под ред. Г.С. Полтавченко. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 880 с.
- 36) Миркин Я.М., Редькин И.В., «Борьба с правонарушениями на зарубежных фондовых рынках: законодательство и практика». М.: МРО ФКЦБ РФ. Финансово-деловой дом «Деловой экспресс», 2012.
- 37) Молотников А.Е. Правовое регулирование рынка ценных бумаг.- М.: изд-во Стартап, 2013.- 552 с.
- 38) Смирнов В.Т., Собчак А.А. Общее учение о деликтных обязательствах в советском гражданском праве: Учеб. Пособие.- Л.: издво ЛГУ, 1983.– 152 с.
- 39) Тархов В.А. Ответственность по советскому гражданскому праву. - Саратов: изд-во СГУ, 1973.-. 456 с.
- 40) Тьюлз Р. Дж. Фондовый рынок-М.: ИНФРА-м, 1999.- 648 с.

#### 3.2. Статьи:

- 41) Анищенко Е.В. Проблемы противодействия применению инсайдерской информации и манипулированию рынком ценных бумаг в России [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://xn----7sbbaj7auwnffhk.xn--p1ai/article/4178> (дата обращения 15.03.2017).



- 42) Ахмадулина А.Ф. К вопросу о правовом режиме инсайдерской информации, Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева, том 4[81] / 2014
- 43) Ахмедов Т.Ч. Понятие инсайдерской информации России // Вестник Санкт-Петербургского университета МВД, №2 (58)/ 2013, с. 129-130.
- 44) Беломытцева О.С., Супис И.П. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Российской Федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института бизнеса. 2016. №3 (36), с. 238 – 244.
- 45) Богданов Д.Е. Трехединая сущность справедливости в сфере деликтной ответственности // Журнал российского права. 2013. N 7.
- 46) Богомольцева О.В. Организация противодействия использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в Российской Федерации // Бизнес. Образование. Право. Вестник Волгоградского института Бизнеса. 2016 - вып. 3 (36) – С. 238 – 244.
- 47) Воробьева М.В. Конфликт интересов на государственной гражданской службе // Административное право и процесс. 2012. N 9.
- 48) Емельянова Е.А. Проблемы реализации права на возмещение убытков, причиненных неправомерным использованием инсайдерской информации.//Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 14. Право. – 2013. – Вып. 2. – С. 10-20.
- 49) Киселева И. Инсайдерская торговля: правовое регулирование в России и США // «Правовое регулирование» «10» (12) 2004 г.
- 50) Татлыбаев Б.В. Иск инвестора о взыскании убытков, причиненных инсайдерской торговлей: зарубежный опыт регулирования и российские перспективы // Вестник экономического правосудия РФ. 2014 г.
- 51) Шеленкова Н. Б. Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. № 2. С. 58 Шеленкова Н. Б. Биржевые правонарушения // Законодательство. 1998. № 2.

- 52) Ясус М.В. О новом Законе об инсайдерской информации и манипулировании рынком // Вестник Высшего Арбитражного суда. 2011. № 2.

3.3. Диссертации:

- 53) Ахмедов Т.Ч. Методы противодействия неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком в системе обеспечения экономической безопасности государства. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Специальность 08.00.05. Санкт-Петербург . 2015.
- 54) Бабадаева В.М. Совершенствование системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценовых критериев.: Автореферат диссертации на соискание ученой степени. Специальность 08.00.10. Москва. 2011.
- 55) Мартыненко В. А. Инсайдерство и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг: Автореферат диссертации на соискание ученой степени. Специальность 08.00.10. Москва. 2008.
- 56) Татлыбаев Б.В. Гражданско-правовая ответственность за неправомерное использование инсайдерской информацией на фондовом рынке в российском праве и праве соединенных штатов Америки. Диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук. Специальность 12.00.03. Москва. 2015

4. Интернет-ресурсы:

- 57) Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком / Банк России. Официальный сайт. [Электронный ресурс] // Режим доступа: [http://cbr.ru/finmarkets/?PrId=inside\\_detect](http://cbr.ru/finmarkets/?PrId=inside_detect)
- 58) Официальный сайт Цента раскрытия корпоративной информации «Интерфакс» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.edisclosure.ru>.

- 59) О выявлении факта манипулирования акциями ОАО «РБК» на торгах ЗАО «ФБ ММВБ» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.finmarket.ru/news>
- 60) Официальный сайт объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг «НАУФОР» [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.naufor.ru>.
- 61) Официальный сайт комиссии по ценным бумагам США [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>.
- 
-